

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

A Retomada do Crédito no Brasil e o Papel do BNDES no pós 2003

Pedro Castanheira Schneider
matrícula nº: 108019850

ORIENTADOR: Prof. João Luiz Maurity Saboia

JANEIRO 2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

A Retomada do Crédito no Brasil e o Papel do BNDES no pós 2003

Pedro Castanheira Schneider
matrícula nº: 108019850

ORIENTADOR : Prof. João Luiz Maurity Saboia

JANEIRO 2013

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.

Dedico este trabalho a minha família, que tanto contribuiu para a minha formação.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos grandes amigos que fiz durante os quatro anos de graduação e a todos os professores do Instituto de Economia (IE) da UFRJ, que me fizeram conhecer melhor a Ciência Econômica. Destes, agradeço, em particular, a Prof.^a Jennifer Hermann pela definição do tema e por todo suporte no trabalho inicial de desenvolvimento da monografia e, especialmente, ao Prof. João Saboia pela disponibilidade e pelo senso de ajuda no momento mais crítico desse trabalho.

RESUMO

O presente trabalho se propõe a analisar a contribuição do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) na recente retomada do crescimento do crédito no Brasil, no período pós-2003, especialmente no que tange ao segmento de longo prazo, dada a sua importância fundamental para o desenvolvimento econômico. Para tanto, inicialmente descreve-se o debate teórico em torno do financiamento ao investimento. Contrapõem-se as visões ortodoxa tradicional e a alternativa pós-Keynesiana, que admite a possibilidade de intervenção do Estado nos mercados financeiros, via, entre outras formas, bancos públicos. Prossegue-se com a apresentação de um breve panorama da macroeconomia brasileira, para analisar as mudanças de perfil e conquistas no mercado de crédito, desde o fim do Plano Real (1995). Por fim, ressaltam-se a manutenção da importância do BNDES e a evolução dos seus desembolsos, fontes de financiamento e da sua posição nesse mercado, sinalizando uma discussão sobre possíveis distorções trazidas pela sua atuação e sobre o papel anticíclico atribuído ao Banco, a partir da crise internacional de 2008.

SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

BACEN	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPAR	BNDES Participações S.A
BP	Balanço de Pagamentos
COPOM	Comitê de Política Monetária
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
EUA	Estados Unidos da América
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FBKF	Formação Bruta de Capital Fixo
FEBRABAN	Federação Brasileira de Bancos
FHC	Fernando Henrique Cardoso
FMI	Fundo Monetário Internacional
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IED	Investimento Estrangeiro Direto
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
NFSP	Necessidade de Financiamento do Setor Público.
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PIB	Produto Interno Bruto
PROER	Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional
PROES	Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária
PT	Partido dos Trabalhadores
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFB	Sistema Financeiro Brasileiro
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TPL	Teoria da Preferência pela Liquidez
TVM	Títulos e Valores Mobiliários

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	10
CAPÍTULO I – A TEORIA KEYNESIANA E O FINANCIAMENTO AO INVESTIMENTO.....	12
I.1 - INTRODUÇÃO	12
I.2 – SOBRE SISTEMA FINANCEIRO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO	12
I.3 – TEORIA PÓS-KEYNESIANA DO FINANCIAMENTO AO INVESTIMENTO	15
I.4 – O PAPEL DO ESTADO NO SISTEMA FINANCEIRO	18
<i>I.4.1 – Formas de Atuação dos Bancos Públicos</i>	<i>23</i>
I.5 – CONCLUSÃO	24
CAPÍTULO II – PANORAMA DA EVOLUÇÃO DO CRÉDITO NO BRASIL ENTRE 2003 E 2012	25
II.1 - INTRODUÇÃO	25
II.2 – A MACROECONOMIA BRASILEIRA DE 1995 A 2012.....	25
<i>II.2.1 – Os anos FHC (1995-2002).....</i>	<i>25</i>
<i>II.2.2 O Governo Lula (2003-2010).....</i>	<i>28</i>
<i>II.2.3 – Panorama Atual e Perspectivas</i>	<i>31</i>
II.3 – O CRÉDITO NO BRASIL PÓS-PLANO REAL.....	33
II.4 – BOOM, CRISE E INFLEXÕES: O MERCADO DE CRÉDITO NO PÓS-2003	38
II.5 - CONCLUSÃO	46
CAPÍTULO III – O PAPEL DO BNDES NA RETOMADA DO CRÉDITO DO PÓS-2003 ATÉ 2012.	48
III.1 - INTRODUÇÃO.....	48
III.2 – O BNDES NO MERCADO DE CRÉDITO	49
III.3 – COMPARATIVO PATRIMONIAL	53
III.4 – A DISCUSSÃO SOBRE O PAPEL DO BNDES	61
III.5 - CONCLUSÃO	66
CONCLUSÃO	68
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	72

ÍNDICE DE GRÁFICOS E FIGURAS

GRÁFICOS

- Gráfico 1: Crescimento PIB (% a.a.) (2005-2011), p.30
- Gráfico 2: Evolução Taxa de Desemprego (% a.a.) (2003-2011), p.32
- Gráfico 3: Evolução Taxa SELIC (% a.a.) (1998-2012), p.32
- Gráfico 4: Relação Crédito/PIB – Indústria x Pessoas Físicas (% a.a.) (1995-2002), p.37
- Gráfico 5: Composição das Operações de crédito por Origem do Capital (%)(1995-2002), p.38
- Gráfico 6: Operações Totais de Crédito em 2003 (Em R\$ Milhões) – Nominal x Real, p.39
- Gráfico 7: Operações de Crédito (2003-2008) (% PIB), p.41
- Gráfico 8: Operações de Crédito por Origem do Capital –(%total) (2008-2011), p.46
- Gráfico 9: Desembolsos do BNDES – (2003-2011) (Em R\$ Milhões), p.51
- Gráfico 10: Crédito Total/PIB x Crédito BNDES/PIB (2003-2012), p.52
- Gráfico 11: Crédito Total/PIB x Crédito BNDES/Crédito Total (2003-2012), p.53
- Gráfico 12: Ativo BNDES/Ativo Consolidado do SF X Op. de Crédito e Arrend. Mer. BNDES/ Consolidado do SF (2003-2012), p.54
- Gráfico 13: Composição Desembolsos BNDES por Setor –(2003-2012), p.56
- Gráfico 14: Desembolsos Diretos do BNDES – (2003-2011) (Em R\$ Milhões), p. 58
- Gráfico 15: Composição do Passivo BNDES -2003, p.59
- Gráfico 16: Composição do Passivo BNDES -2011, p.60
- Gráfico 17: Operações de Crédito Totais x BNDES (% PIB)(2003-2012), p.64
- Gráfico 18: Desembolsos BNDES/ Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) (1999-2011), p.66

ÍNDICE DE TABELAS E QUADROS

TABELAS

Tabela 1: Sinopse Macroeconômica (1995-2002), p.28

Tabela 2: Sinopse Macroeconômica (2003-2007), p.29

Tabela 3: Sinopse Macroeconômica (2008-2012), p.31

Tabela 4: Operações de Crédito (1995-2002), p.35

Tabela 5: Crescimento Anual do Saldo Real das Operações de Crédito por Setor (%) (1997-2002), p.36

Tabela 6: Composição das Operações de crédito por Origem do Capital (%) (1995-2002), p.37

Tabela 7: Composição das Operações de crédito por Atividade Econômica (2003-2008), p.41

Tabela 8: Indicadores de Crédito Seleccionados – 2003 e 2008, p.43

Tabela 9: Relação Crédito/PIB (2008-2012), p.44

Tabela 10: Indicadores de Crédito Seleccionados (2008-2012), p.45

Tabela 11: Ativo BNDES x Ativo Sistema Financeiro – 2003 e 2012, p.55

Tabela 12: Passivo BNDES / Passivo Sistema Financeiro – 2003, 2008 e 2011, p.60

Tabela 13: Operações de Crédito do BNDES - % Total Crédito (2003-2012), p.64

Tabela 14: Operações de Crédito do BNDES - % PIB. (2003-2012), p.65

QUADRO

Quadro 1: Principais Produtos do Sistema BNDES, p.57

INTRODUÇÃO

O financiamento ao investimento é um tema, como outros, que não desfruta de consenso entre os economistas. Possui especial relevância, pois ao elevar a capacidade produtiva, a formação bruta de capital fixo pode proporcionar o aumento do emprego e da renda. No debate, há, basicamente, duas visões divergentes: uma tradicional ortodoxa e uma alternativa, seguindo a linha pós-Keynesiana. Escolhendo a última como referencial teórico, fica evidente o papel das expectativas dos agentes e a admissão da interferência do Estado no sistema financeiro. Seja regulando, ou ocupando espaços não atendidos pelo mercado privado, a atuação pública se justificaria pela possibilidade de os mercados não gerarem automaticamente resultados eficientes. A atividade econômica por ser impregnada de riscos e de constante incerteza, faz com que a liquidez seja uma boa proteção contra as consequentes flutuações e o comportamento volátil da economia.

Nessa abordagem, os bancos públicos destacam-se como possível exemplo de intervenção Estatal, especialmente considerando o caso brasileiro, onde há grande participação dessas instituições no sistema financeiro. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) sempre predominou na atividade de financiamento de longo prazo, e constitui parte importante do mercado de crédito brasileiro.

No que tange especificamente ao desempenho econômico recente do Brasil, nota-se uma retomada do crescimento, após um processo de estabilização econômica e monetária relativamente bem sucedido e a adoção de um tripé de política macroeconômica. Com as metas de inflação para a política monetária, as metas de *superávit* primário para a política fiscal e o regime de câmbio flutuante para a política cambial, o país, nos últimos anos, vem se consolidando no cenário internacional como importante figura entre os emergentes. Os reflexos da maior crise sistêmica dos últimos oitenta anos foram bem mais tímidos aqui do que nas nações mais ricas. Para isso, foi fundamental o mercado de crédito. Primeiramente, ao passar por algumas mudanças e inflexões, podendo, com o sucesso do Plano Real e a ratificação de ambientes internos e externos propícios à ampliação do emprego e da renda, iniciar uma nova trajetória ascendente. Posteriormente, no momento mais agudo da crise financeira de 2008, dados a elevada incerteza e o consequente aumento no grau de preferência pela liquidez dos agentes privados, ao presenciar a retomada de um importante papel anticíclico dos bancos públicos.

Sendo assim, a monografia tem como objetivo geral analisar o papel e a contribuição do BNDES na fase de retomada do crédito no Brasil no período entre 2003 e 2012. Mais especificamente, será testada a hipótese de que o Banco, nesse intervalo de tempo, continua fundamental no segmento de crédito de longo prazo e que ainda passou a exercer papel anticíclico, intensificando sua atuação nos períodos de maior retração do crédito privado, como na recente crise internacional.

Para tanto, a estrutura da monografia se divide em três capítulos. O primeiro constitui o marco teórico e decorre sobre os diferentes extremos do debate quanto ao financiamento ao investimento, principalmente no que tange aos possíveis campos de ação do Estado no sistema financeiro.

No segundo capítulo, mostra-se, em um primeiro momento, a evolução do panorama macroeconômico, desde o sucesso do Plano Real, em 1995, até 2012. Depois, descreve-se a tendência geral do mercado e das condições de crédito, no Brasil, no mesmo período.

Com isto posto, no terceiro capítulo, analisa-se a trajetória do BNDES no mercado de crédito. Ressalta-se a sua posição patrimonial relativa ao resto do mercado e a evolução dos seus desembolsos no ciclo recente de crédito para assim demonstrar a sua atuação, sobretudo a partir do agravamento da crise internacional e sinalizar em como o seu comportamento afetou ou não o resto do mercado.

CAPÍTULO I – A Teoria Keynesiana e o Financiamento ao Investimento

1.1 - Introdução

O investimento é consensualmente uma variável chave para o crescimento econômico. Entretanto, como decisão de gasto, requer disponibilidade de um grande volume de recursos em um instante específico do tempo. Um problema que surge é que é muito difícil deter, sem recorrer a terceiros, todos os montantes necessários no exato momento do dispêndio. Com isso, torna-se fundamental a participação de intermediários como credores, que fornecem os recursos necessários, visando uma taxa de retorno que recompense o risco incorrido, viabilizando um processo que gera externalidades positivas para toda a economia.

Como sabido, esta função de financiamento ao investimento é tipicamente dos sistemas financeiros e envolve operações de prazos mais longos. No entanto, como já é habitual no pensamento econômico, há diferentes teorias sobre como se dá o financiamento ao investimento e a formação das taxas de juros cobradas e, por extensão, como é a relação entre o sistema financeiro e o desenvolvimento econômico. Neste sentido, a discussão também se dá em torno das formas de participação do Estado nesse processo, que assume graus e papéis distintos, de acordo com as especificidades históricas e institucionais de cada país.

Assim, a primeira parte do capítulo tratará da relação entre sistema financeiro e desenvolvimento econômico e suas diferentes correntes teóricas. Em um segundo momento, a partir de uma abordagem pós-Keynesiana, discute-se a questão do financiamento ao desenvolvimento e a participação do Estado nesse processo. Por último, o capítulo apresenta os possíveis papéis do Estado e, posteriormente, de forma mais específica, dos bancos públicos, no enfoque escolhido, já relacionado ao caso brasileiro.

1.2 – Sobre Sistema Financeiro e Desenvolvimento Econômico

O desenvolvimento econômico é um fenômeno um pouco mais complexo que o crescimento econômico. Além da expansão do produto agregado, envolve também transformação estrutural e investimentos em cadeia. Apesar dessa diferença conceitual em nível de abrangência, a discussão teórica se apresenta, normalmente, limitada ao conceito de crescimento econômico. Mesmo assim, as condições para o financiamento ao investimento são similares àsquelas do crescimento e do desenvolvimento. Como o investimento está intimamente ligado a crescimento econômico e à inovação e transformações estruturais, uma

teoria do financiamento ao desenvolvimento pode partir de uma teoria do financiamento ao investimento, especialmente na argumentação pós-Keynesiana.

Assim, uma questão fundamental reside na funcionalidade do mercado financeiro. Como grande meio alocador de recursos ao longo do tempo, como já descrito na introdução, o mercado financeiro exerce de diversas formas uma função de intermediário para o financiamento do investimento. Há, portanto, uma clara relação entre os desenvolvimentos econômico e financeiro. Por um lado, um baixo grau de desenvolvimento econômico leva a um baixo grau de desenvolvimento financeiro, o que prejudica justamente o seu maior alcance. Por outro, o desenvolvimento econômico, quando em elevação, possibilita um maior aumento e diversificação das operações do mercado financeiro. Ainda, é importante ressaltar que o sistema financeiro também é caracterizado por gerar externalidades tanto positivas, quando viabiliza planos de gasto e investimento, sem a necessidade de deter o montante exato de recursos num instante exato do tempo, quanto negativas, quando uma excessiva fragilidade financeira gera bolhas e/ou crises sistêmicas.

Portanto, dado um nível de demanda agregada que torne o investimento uma alternativa atrativa, o que possibilita que a decisão de investimento seja concretizada é a existência de financiamento e suas condições. Deste modo, frente à importância do tema do financiamento ao investimento e sua relação com os mercados financeiros, diferentes linhas teóricas de pensamento foram desenvolvidas ao longo dos anos. O debate principal organiza-se em duas grandes visões: a tradicional sintetizada no Modelo Shaw-McKinnon (1973) e a alternativa pós-Keynesiana.

O modelo tradicional organiza-se a partir da relação entre poupança, taxa de juros, investimento e crescimento econômico. Segundo essa teoria, a taxa de juros é um prêmio pela renúncia ao consumo presente (CARVALHO, 1996). Ou seja, partindo-se de um modelo com dois períodos de tempo e agentes poupadores ou devedores, a taxa de juros refletiria uma preferência intertemporal do agente maximizador de utilidade. Nessa lógica, a taxa de retorno está em seu nível de equilíbrio se igualar a poupança ao investimento. De forma mais rigorosa, como afirmou Carvalho (1996, p.314):

“Thus, the equilibrium rate of interest depended, for orthodox theory, on thrift (that determined the propensity to save) and productivity (that limited the interest that could be paid by the marginal investment project).”

Desta forma, níveis maiores de poupança equivalem a um maior adiamento de consumo e ao uso dessa renda não consumida, dada uma taxa de juros, para o investimento e o acréscimo das possibilidades de consumo no futuro. Aqui, portanto, cabe ressaltar que a

identidade da contabilidade nacional é interpretada no sentido de que é a poupança agregada que determina o nível de investimento. Uma maior taxa de juros representa um estímulo a uma maior taxa de poupança, que, ao gerar um maior nível de investimento, levará a uma maior taxa de crescimento. Neste enfoque, com o aumento do preço do consumo futuro em relação ao consumo presente, os agentes tenderão a amplificar suas aplicações no sistema financeiro, de modo que seja possível exacerbar também a capacidade destes de financiar o investimento. Sintetizando, entraves ao crédito, que expande a capacidade produtiva, e, portanto, o crescimento econômico, são, no limite, causados por insuficiência agregada de poupança.

O papel do Estado, nesse sentido, é limitado. Um governo deficitário leva a menores níveis de poupança agregada, logo, de investimento. O *déficit* público é visto como prejudicial à formação de uma estrutura de incentivos adequada a uma taxa de juros favorável a um maior nível de poupança. O ajuste fiscal e a manutenção de um orçamento, no mínimo, equilibrado são essenciais para a eficiência do sistema financeiro. (HERMANN, 2003).

De forma mais geral, o modelo Shaw-McKinnon (1973) apoia-se ainda em outras proposições. Como visto, há a necessidade de acúmulo prévio de poupança para o financiamento ao investimento. Ainda, a poupança agregada está positivamente relacionada com a taxa de juros, de modo que, níveis maiores de juros representem incentivos maiores à escolha pela renúncia ao consumo presente e a uma maior valorização do consumo futuro. Também fica claro que há o pressuposto de que o mercado, no caso o financeiro, é um instrumento que aloca recursos de forma eficiente. Sendo esta premissa verdadeira, mercados financeiros livres levam a níveis “ótimos” de taxa de juros e poupança e, portanto, a uma taxa de crescimento igualmente “ótima”. Desta forma, a imposição de qualquer outro nível de juros, via política econômica, leva a resultados menos eficientes. Isso implica que o espaço para uma intervenção governamental é pequeno. Se a ação do governo ficar limitada a confirmar os preços de mercado, é redundante e ineficaz. Se, por outro lado, obtém sucesso em alterar os preços, leva impreterivelmente a uma falha de mercado, cuja consequência imediata é uma diminuição da eficiência do mecanismo de precificação. (HERMANN, 2011b).

Um outro ponto importante é que, nesse modelo, as taxas de juros, quando em seus níveis de equilíbrio, refletem os diferentes graus de risco dos ativos, que dependem, dentre outros fatores, dos respectivos prazos de maturação. Não há, portanto, a necessidade de ações específicas para o segmento de longo prazo, pois seus determinantes são os mesmos que limitam o crédito de curto prazo e o crédito em geral. Ou seja, não há uma diferenciação na formação das taxas de juros de curto e longo prazo. Os financiamentos ao investimento e,

consequentemente, ao crescimento econômico, passam, segundo a visão tradicional, pela boa percepção dos agentes econômicos não somente sobre seus incentivos a abdicação de conforto no tempo presente, mas também sobre os riscos que cada ativo financeiro específico possui. O sistema financeiro produz vazamentos em termos de crescimento por alocar a poupança. Logo, seu bom funcionamento e desenvolvimento é uma importante condição para o progresso econômico. E, como visto, isso é dado com um grau mínimo de interferência do governo. Este deve assumir uma postura cautelosa, pois pode levar a uma perda de eficiência.

1.3 – Teoria Pós-Keynesiana do Financiamento ao Investimento

A visão alternativa pós-Keynesiana tem como ponto de partida, sobretudo, a Teoria da Preferência pela Liquidez (TPL) de John Maynard Keynes. Segundo este enfoque, a taxa de juros é o prêmio pela renúncia à liquidez. Não é capaz de estimular a poupança individual e mesmo a agregada, já que não se refere ao prêmio pela poupança. A abordagem parte do reconhecimento de que existem riscos e, mais precisamente, incertezas inerentes à atividade econômica. Em decorrência disso, os agentes não conseguem fazer boas previsões sobre o futuro. Estão sujeitos constantemente a erros de avaliação, já que, quanto maior o grau de incerteza, maior será a dificuldade em prever e calcular os riscos de uma decisão. Ou seja, é possível que os mercados livremente não levem a resultados eficientes de modo instantâneo. Por isso, é possível afirmar que a incerteza é um grande entrave ao bom funcionamento dos mercados financeiros e um problema mais grave que meros riscos decorrentes da assimetria de informação.

Neste ambiente de elevada incerteza, os agentes econômicos alocam sua riqueza em ativos financeiros, que nada mais são do que direitos sobre renda futura. Dentro desse grupo de ativos, a moeda ganha um destaque especial. Sua característica de liquidez plena garante uma boa proteção contra a incerteza. Sendo assim, para compensar uma menor liquidez, os outros títulos oferecem juros.

“According to Keynes, the determination of the interest rate has to do with liquidity preference, since interest is seen as the "reward for parting with liquidity" (Keynes, 1964:167). It is conceived as a compensation for the risks (particularly capital risk) one accepts when money (that is fully liquid) is exchanged for some other asset that is less liquid. The difference in liquidity (that is, in risks, as stated by Kaldor, 1980) is made up for the wealth-holder by the payment of interest.” (CARVALHO, 1996, p.313)

Desta forma, a escolha pela manutenção de algum grau de liquidez na composição de uma carteira de ativos é um comportamento racional e observável constantemente no

mercado. Uma condição importante para o aumento do crédito é, portanto, a redução do grau de preferência pela liquidez dos agentes econômicos, pois um determinante fundamental da oferta desse serviço financeiro é a forma como a riqueza é alocada entre os ativos financeiros de diferentes prazos, riscos e retornos. A oferta de financiamento é totalmente dependente da disposição dos credores em assumir maiores ou menores riscos de alavancagem, isto é, da disposição em estarem sujeitos a riscos de descasamentos de vencimento entre o ativo e o passivo. (STUDART, 2005). Desse modo, não será via poupança que haverá amplificação do financiamento ao investimento. Na verdade, é a disponibilidade de liquidez que importa. Ou seja, a oferta de crédito ao investimento responde ao grau de preferência pela liquidez dos agentes e à condução da política monetária (que determina a quantidade de meios de pagamento em circulação) (HERMANN, 2003).

Assim, na abordagem pós-Keynesiana, a taxa de juros não influencia e não é influenciada pela poupança e esta última é tratada apenas como um resíduo da renda sobre o consumo. A taxa de juros é determinada no mercado monetário e não no mercado de bens, como sugere a abordagem tradicional. Representa o custo de oportunidade do investimento e reflete a relação entre a oferta e a demanda de moeda. Enquanto a oferta de moeda é determinada pela autoridade monetária, a demanda responde à preferência pela liquidez. O nível de poupança, por não influenciar a taxa de juros, torna-se irrelevante, sendo apenas a sua alocação importante.

“A inexistência de mecanismos de alocação de poupança em instrumentos de longo prazo, (que Keynes chamou de *funding*), afeta a decisão de investir, na medida em que, nesse caso, o investidor tem de arcar com o risco financeiro implícito em financiar um ativo de longo prazo.” (STUDART, 2005, p.336)

Em termos da identidade entre poupança e investimento das contas nacionais, é o investimento que precede e determina a poupança. A poupança não pode existir sem um ato prévio de investimento, pois é uma alocação da renda gerada pelo próprio investimento. De fato, quando um investimento é implementado, aumenta a renda nacional, gerando uma poupança necessariamente igual àquele montante inicial. Consequentemente, a renda é a variável de ajuste do equilíbrio entre poupança e investimento e o faz através do multiplicador (CARVALHO, 1996).

A partir da TPL, a abordagem pós-Keynesiana, seguindo a proposição de Keynes, separa o financiamento ao investimento em duas distintas etapas, com diferentes necessidades para o investidor. Como citado por Carvalho (1996, p.318), Keynes afirma:

“The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of

producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long-term issue on satisfactory conditions.”

A primeira delas é a etapa de *finance*. Está associada à demanda por moeda e, logo ao crédito necessário para realizar transações referentes ao período inicial de um projeto de investimento. É uma decisão de gasto anterior ao aumento na capacidade produtiva e, como visa apenas financiar os gastos iniciais tipicamente de menor montante, pode ser satisfeita de diversas formas.

Mais precisamente, embora o *finance* possa ser obtido fora do sistema bancário, por exemplo, com a venda de ativos e/ou lucros passados, os bancos comerciais, pela sua capacidade de criar meios de pagamento, constituem-se como instituições em melhor posição de atender este tipo de demanda por moeda. Nesse caso, a fase de *finance*, para permitir que o dispêndio de investimento seja efetivado, requer que haja criação de moeda ou uma diminuição no grau de liquidez de algum agente. Dessa forma, ao expandirem os financiamentos e o estoque de meios de pagamento, os bancos comerciais permitem que o volume de investimentos também se expanda, sem exercer grandes pressões sobre a taxa de juros, o que, se ocorresse, poderia inviabilizar outros projetos de investimento.

Por isso, para os pós-Keynesianos, o sistema bancário exerce um papel fundamental no processo de financiamento do investimento e, portanto, do crescimento. Entretanto, como o principal componente do passivo dos bancos comerciais são os depósitos à vista, o prazo médio das suas obrigações torna-se bastante curto. Como o prazo dos ativos tem de acompanhar o prazo dos passivos, e os empréstimos são um dos principais componentes do ativo dos bancos, estes, em sua maioria, restringem-se ao curto prazo. Ou seja, apesar de essenciais na fase de *finance*, os bancos comerciais, por evitarem os riscos de um descasamento do prazo médio entre seus ativos e passivos, não costumam atuar de forma importante na etapa posterior de *funding* de longo prazo (HERMANN, 2011a).

Esta citada etapa de *funding*, refere-se à colocação no mercado de títulos de longo prazo, mais compatíveis com o prazo de maturação do ativo financiado. Com ela, será possível também estender o crédito da dívida inicialmente contraída e, assim, completar o investimento.

Desse modo, igualmente a fase anterior, torna-se necessária a existência de instituições financeiras dispostas a realizar esse tipo de transação. Separando as condições, primeiramente há uma condição de existência: os mercados financeiros precisam deter instituições que ofereçam essas operações, seja via mercado de capitais, financiamento privado de longo prazo com bancos de investimento e/ou universais, ou ainda via instituições públicas. Ainda, há uma condição de compatibilidade de incentivos: a preferência pela liquidez dos ofertantes precisa

ser tal que haja incentivos e benefícios na compra de títulos de longo prazo. De acordo com as expectativas dos agentes, podem não haver incentivos para disponibilizar a oferta de longo prazo. Se o grau de incerteza for elevado, por exemplo, é possível que os riscos não compensem os benefícios e que, por isso, não haja disponibilidade de *funding* para os investidores.

Então, fica claro que a etapa de *funding*, ao se referir à colocação de títulos de prazos mais longos, envolve maiores incertezas e riscos que a etapa de *finance* e que, portanto, tem uma maior dependência em relação ao grau de preferência pela liquidez dos agentes. Isso ajuda a explicar a resistência em países como o Brasil, cujos investimentos estão acompanhados de um maior grau de incerteza, ao incremento de mecanismos privados de financiamento de longo prazo. Nesses casos, o mais comum é a atuação do governo, tradicionalmente via bancos públicos, para suprir essa carência do mercado financeiro privado e possibilitar a expansão do investimento, praticando juros menores que os do setor privado, mesmo se considerados os maiores riscos. Ressalta-se que não são os menores juros, por si só, que estimulam o gasto em investimento. Na verdade, essa decisão é baseada em expectativas de retorno e, portanto, de expansão da demanda agregada. A taxa de juros exerce apenas o papel de viabilizar (ou não) a realização do investimento planejado, com base nestas expectativas.

Por fim, é interessante ressaltar que a etapa de *funding* não é necessariamente precedida pela etapa de *finance*. É possível que o investimento seja financiado diretamente com a emissão de títulos de longo prazo. Entretanto, em qualquer uma das etapas, o que viabiliza o investimento é um ambiente de baixa (ou decrescente) preferência por liquidez. Concluindo, numa abordagem pós-Keynesiana, o sistema financeiro tem um papel central na definição das condições de financiamento ao investimento, portanto é importante saber como ou se o Estado deve agir, de modo que os níveis de investimento e crescimento sejam aqueles socialmente desejáveis.

1.4 – O Papel do Estado no Sistema Financeiro

Como já dito, o sistema financeiro como um todo é de primordial importância para a economia de um país. Traz consigo importantes externalidades que podem se traduzir em maiores níveis de investimento e crescimento econômico ou gerar riscos sistêmicos, se não bem supervisionado. Portanto, a atuação do Estado nos mercados financeiros é sempre necessária de alguma forma. As diferentes correntes de pensamento concordam nesse ponto, mas divergem constantemente quanto à forma e ao grau de interferência.

A abordagem tradicional do modelo Shaw-McKinnon segue uma linha mais liberalizante. Por acreditar na eficiência dos mercados, a intervenção do Estado nos mecanismos de precificação, isto é, de formação da taxa de juros, na melhor das hipóteses, representa somente um desperdício de recursos públicos, sendo que, no pior caso, se houver sucesso na mudança dos preços, haverá uma inevitável perda de eficiência.

Tipicamente, o Estado deve ter um perfil mais de supervisor e menos de interventor, deve garantir um sistema jurídico eficiente, que assegure direitos de propriedade e cumprimento de contratos e, por fim, zelar pela manutenção dos fundamentos macroeconômicos. Consequentemente, segundo esse ponto de vista, a proteção dos interesses dos potenciais credores é uma condição necessária e suficiente para uma oferta adequada de crédito, em todas as suas modalidades. Ainda, com o desenvolvimento econômico e o subjacente desenvolvimento dos mercados financeiros, os bancos públicos se tornariam cada vez menos necessários. Ou seja, quanto mais próximos da eficiência os mercados financeiros estiverem, menor será a necessidade e o espaço para a atuação pública. Com isso, a política financeira deve ser guiada em torno da liberalização do mercado financeiro, de tal modo que este atue como um mercado perfeito, que leve a alocações eficientes de recursos.

No enfoque pós-Keynesiano, no entanto, os mercados e, especialmente, o financeiro, não conseguem ser eficientes no que tange à alocação de recursos. Não são fatores externos que explicam a ineficiência dos mercados financeiros, como ocorre na visão tradicional, mas fatores atrelados diretamente ao modo de operação normal do sistema financeiro. Há algumas falhas de mercado que tornam a atividade nesse setor impregnada tanto de riscos quanto de incerteza. Custos de transação elevados e a existência de informação assimétrica e de externalidades são algumas delas. Por exemplo, devido à assimetria de informação, os bancos não são capazes de distinguir de forma adequada os diferentes níveis de risco de potenciais devedores. Com problemas na identificação dos riscos de determinada operação, o que acontece é que são gerados problemas na precificação das taxas de juros para estas operações. Tipicamente, os emprestadores reagem a esses riscos, adotando uma política de juros máximos. Assim, transações mais arriscadas, que exigiriam juros acima do “teto”, não são aprovadas pelos credores, havendo um equilíbrio de crédito racionado. Esta falha de mercado é particularmente grave, pois há um transbordamento de uma ineficiência do mercado financeiro na fixação do custo de crédito para a alocação de recursos (HERMANN, 2011b). Ainda, o problema se estende porque, de forma geral, os credores comportam-se de maneira pró-cíclica. Nas fases de expansão econômica, na verdade, tanto emprestadores quanto devedores tendem a aceitar maiores riscos, porque tem expectativas otimistas quanto ao sucesso dos negócios. Com a resultante dilatação do crédito, característica da fase ascendente

do ciclo econômico, como os sinais de mercado não são sempre claros, as operações são prolongadas de modo excessivo, ampliando a fragilidade financeira da economia, que, no momento de inflexão da atividade econômica, estará sujeita à uma maior volatilidade.

Entretanto, o risco que decorre, sobretudo da assimetria de informação não é o problema mais grave. A incerteza é na verdade um dos principais entraves à eficiência dos mercados financeiros. Justificando, em um ambiente incerto, ao contrário de um ambiente arriscado, não é possível nem realizar previsões. A situação de informação imperfeita evolui para uma de ausência de informação. Mesmo com os agentes usando toda informação disponível, não há nenhuma garantia de eficiência. Adicionalmente, a incerteza não é perfeitamente tratável com instrumentos como operações de *hedge* e modelos estatísticos de previsão, o que gera uma situação permanente de ineficiência dos mercados.

Ou seja, dado que os mercados não são perfeitos e que a incerteza é característica inerente ao regime capitalista, é bastante provável que o sistema financeiro não funcione da melhor forma possível. De fato, duas grandes dificuldades financeiras devem se apresentar para o desenvolvimento econômico. A primeira delas é a escassez de crédito de longo prazo e a segunda é o risco de fragilização financeira. Dados os efeitos negativos de uma situação financeira frágil e de uma limitação no financiamento de longo prazo, a atuação do Estado torna-se justificável, de modo a contornar essas consequências indesejadas específicas e, de forma mais geral, o problema de ineficiência dos mercados financeiros, derivado de um ambiente incerto.

Quanto à fragilização financeira, a abordagem pós-Keynesiana é baseada na Hipótese de Fragilidade Financeira (HFF), formulada por H. Minsky (1982), segundo a qual o mercado financeiro é frágil e sujeito a crises. A validade desta hipótese está no fato do sistema financeiro negociar ativos, que nada mais são do que direitos sobre renda futura. Ocorre que qualquer renda futura está sempre sujeita à incerteza, havendo, desse modo, sempre o risco da parte devedora de uma operação financeira não ser capaz de cumprir os compromissos financeiros assumidos, contribuindo para uma elevação da desconfiança dos agentes quanto a uma situação frágil dos mercados financeiros.

Minsky (1986) classifica os devedores em três tipos: *hedgers*, especulativos e *ponzi*. A posição dos *hedgers* é tal que suas rendas esperadas excedem as despesas da dívida anteriormente contraída. Os especulativos são caracterizados de forma que suas rendas esperadas, embora suficientes para saldar a dívida, cobrem inicialmente apenas as despesas com juros, tornando necessário refinanciar o principal. Por fim, os do tipo *ponzi* são os mais propensos a risco, de modo que são “especulativos que esperam poder refinanciar principal e juros durante os períodos iniciais do contrato, devendo, portanto, ampliar seu grau de

endividamento antes de quitar a dívida.” (HERMANN, 2011a, p.8). Sendo assim, quanto maior a proporção de devedores do tipo *ponzi* e especulativos, maior será a exposição da economia a crises por fragilidade financeira. Se considerarmos que as próprias instituições financeiras assumem posições, no mínimo especulativas, e que, com a liberalização e o desenvolvimento de inovações financeiras, conseguem, cada vez mais, financiar e refinanciar seus ativos, concluímos que o grau de potencialidade de fragilidade financeira está diretamente relacionado ao tamanho e ao peso do sistema financeiro em relação à economia.

Isto é, de forma geral, a contrapartida ao desenvolvimento financeiro é uma maior fragilidade financeira. Se por um lado o desenvolvimento do setor financeiro permite uma maior amplificação do crédito e, no limite, da economia, as posições, posturas e mecanismos que os agentes assumem e usam nesses mercados tornam o setor como um todo cada vez mais frágil. Mais ainda, como as expectativas e o desempenho do mercado financeiro trazem grandes externalidades para o lado real da economia, uma maior fragilidade equivale a uma maior propensão a crises financeiras e, portanto, a crises na atividade econômica.

Sobre a limitação ao crédito de longo prazo, ratifica-se que implica dificuldades sérias para a manutenção de um fluxo contínuo de investimento, o que se traduz em entraves que balizam o desenvolvimento econômico. Sem fontes adequadas de financiamento interno, os agentes ficam restritos ao autofinanciamento e ao crédito externo e de curto prazo. O mau funcionamento do sistema financeiro, consideradas as necessidades de desenvolvimento econômico, tem consequências que vão além de entraves à ampliação da atividade. Ocorre que esse quadro também tende a aumentar não só a fragilidade financeira, com ampliação de estruturas do tipo especulativas, como, simultaneamente, a vulnerabilidade externa da economia. Com isso, a ausência das condições de existência e de compatibilidade de incentivos para o setor financeiro tende a levar a um acréscimo na debilidade dos ciclos de expansão da renda. Há um maior risco de volatilidade, dado algum sinal de instabilidade, já que, com a economia mais vulnerável financeira e externamente, crises bancárias e cambiais tornam-se mais propensas a ocorrer.

É nesse sentido que é importante a atuação do Estado no sistema financeiro, tanto como regulador, como financiador direto, normalmente via bancos públicos. A política financeira, numa perspectiva pós-Keynesiana, é parte integrante de qualquer política de desenvolvimento econômico. Idealmente, dada a dinâmica que envolve o processo de desenvolvimento no longo prazo, uma política com o objetivo de expandir o produto e mudar estruturalmente a economia também deve estar preparada para acompanhar esse dinamismo. Por exemplo, um nível de renda mais alto e melhores condições estruturais levam a mudanças nas prioridades das ações públicas. Portanto, a política financeira que visa o desenvolvimento

econômico deve ser mais pragmática e calibrada constantemente, de modo a acompanhar a especificidade histórica e o perfil econômico-financeiro do país em que será aplicada.

Há três grandes áreas de atuação, altamente relacionadas e não mutuamente excludentes. Primeiramente, a política que visa o desenvolvimento deve priorizar a manutenção de um ambiente financeiro e macroeconômico de baixa incerteza. O descasamento de prazos entre ativos e passivos das instituições financeiras, sobretudo dos bancos comerciais, é uma tendência de um sistema financeiro baseado em uma relação de confiança. A consequência mais desagradável em termos da existência de boas condições para o financiamento do investimento é que a maior preferência pela liquidez das instituições que operam no mercado financeiro leva a uma maior ineficiência do mercado financeiro. Isto é, há uma falha estrutural que requer que haja um constante estímulo à demanda por ativos de longo prazo, dada a ausência de incentivos adequados ao financiamento, especificamente aos de prazos mais longos. Mais grave ainda, mesmo havendo esses incentivos, os ambientes macroeconômico e financeiro condicionam fortemente a postura dos agentes, podendo gerar elevado grau de preferência pela liquidez e, assim, impedir um fornecimento adequado de crédito de longo prazo. Os credores possuem um comportamento pró-cíclico e em momentos de maior incerteza tendem a ampliar sua preferência pela liquidez e racionar o crédito, levando a composição das suas carteiras de ativos a posições mais seguras e líquidas. Assim, como as expectativas importam, torna-se necessário que o governo contribua para amenizar os riscos e a incerteza, atuando de maneira anticíclica.

Uma segunda área de ação do setor público deve ser a criação dos citados incentivos à demanda por ativos de longo prazo, pois esta pode não surgir automaticamente em uma economia de mercado. Devido às assimetrias, ou mesmo ausência de informações, os credores tem dificuldade em distinguir os “bons” dos “maus” devedores. No limite, gera-se um problema de seleção adversa, que leva a um equilíbrio de racionamento de crédito, onde os bancos fixam a taxa de juros e a oferta de crédito, de acordo com o que consideram satisfatório. Como maiores graus de risco implicam em maiores taxas de juros cobradas, financiamentos a prazos mais longos, que já são implicitamente mais arriscados, tendem a ter custos mais elevados que os de curto prazo, o que pode inviabilizar vários projetos de investimento. Identificado esse quadro, destaca-se a importância do papel dos bancos públicos, que, por terem uma lógica de atuação que considera outros fatores além daqueles do setor privados, passam a atuar nesses segmentos a princípio rejeitados do mercado financeiro.

A terceira linha de intervenção diz respeito a uma atuação mais direta, ofertando crédito público ou do tipo direcionado para setores considerados estratégicos ou que não sejam interessantes aos olhos da eficiência privada, mas socialmente desejáveis.

Considerando a insuficiência de incentivos e/ou a demora para que seus efeitos apareçam, o grau de liquidez elevado e a percepção de risco aguçada do mercado privado, visa-se compensar os efeitos da incerteza sobre a oferta de crédito de longo prazo. No extremo, essa opção leva a um modelo de financiamento fortemente baseado em crédito público, em contraste com outros modelos de financiamento via mercado de capitais e crédito privado.

I.4.1 – Formas de Atuação dos Bancos Públicos

Para administrar esses três pontos, uma forma típica de atuação se dá via bancos públicos. Ou seja, dado que os mercados financeiros podem não ser, recorrentemente, completamente funcionais ao crescimento econômico, torna-se necessária a figura de um banco público, que, ao poder fornecer condições mais favoráveis aos demandantes de crédito de setores considerados fundamentais, ocupa um espaço, apesar de desinteressante ao setor privado, importante para alavancar a economia do país. Mais ainda, em uma segunda linha de ação, podem ser instrumentos de ação anticíclica nas fases descendentes da atividade econômica, minimizando a maior volatilidade da oferta privada, reflexo da sua revisão mais intensa do grau de preferência pela liquidez.

Em um segundo ponto, podem ser uma melhor alternativa que uma ação direta do governo, pois este último é limitado pela sua restrição orçamentária, que é, muitas vezes, disputada por motivos políticos. Nos bancos públicos, a autonomia financeira para realizar as políticas de desenvolvimento é maior. Distante da busca exclusiva pelo lucro como faz o setor privado, é possível apoiar o investimento e, portanto, o desenvolvimento, de acordo com as necessidades dos países. Legitimados a partir da ineficiência dos mercados e da escassez e/ou alto custo do crédito de longo prazo, os bancos públicos surgem com a missão de compensar os efeitos perversos que esses pressupostos trazem sobre a manutenção do crescimento da atividade econômica. Esses bancos têm de ser capazes de disponibilizar regularmente fundos para os setores preteridos pelo mercado, a custos que tornem possíveis os dispêndios de investimento. O que torna isso possível é que os bancos públicos, idealmente, como parte integrante do governo, não visam somente o lucro. É o equilíbrio financeiro que é primordialmente buscado. Para atingi-lo é necessário o controle do descasamento de prazos e valores entre ativos e passivos. Desta forma, há outros determinantes nas suas taxas de juros cobradas, além do grau de risco do projeto e a incerteza do mercado. Nesse sentido, constituem-se como instrumentos direcionadores de crédito. Viabilizam projetos socialmente relevantes, ao oferecer condições mais favoráveis aos investidores, sem grandes contrapartidas de lucro (DEOS, 2010). Assim, outras importantes linhas de ação dos bancos públicos são aquelas relacionadas ao desenvolvimento regional e à expansão da bancarização, via inclusão bancária das classes menos favorecidas. Evidentemente, ao se afastarem da

lógica privada, podem acabar assumindo maiores riscos de crédito, juros e liquidez, dependendo da estrutura dos seus ativos e passivos. Entretanto, isso não implica necessariamente em um *trade-off* no que tange à funcionalidade dos bancos públicos. O risco de uma posição de uma instituição financeira não depende somente da condição e da composição do seu ativo, mas também da relação entre estas e as condições do passivo. Por exemplo, se o volume de crédito no ativo e as taxas (custos) do passivo forem compatíveis, o risco será baixo.

Em outra ponta, os bancos públicos podem funcionar como importantes instrumentos de política anticíclica. Dado que desequilíbrios são endógenos e da natureza do sistema, não há tendência a um equilíbrio otimizador e a atuação pública pode ir além de preencher as lacunas do mercado. O governo e suas instituições podem ter um papel estabilizador e não desestabilizador, como supõe a visão tradicional. É possível ir além da correção das falhas de mercado e do fornecimento de serviços que o mercado privado não tem interesse. Os bancos públicos são, sem dúvida, um ótimo meio de regulação prudencial, atuando diretamente nos mercados. Com sua atuação, reduz-se o alto grau de fragilidade dos sistemas financeiros, estabelecendo maior segurança e a manutenção também das operações de crédito. Ao expandirem o crédito em momentos de baixa do ciclo econômico, ajudam a diminuir as flutuações características às economias de mercado e a reaquecer o nível de atividade (DEOS, 2010).

1.5 – Conclusão

Enfim, nos dias atuais, é em países em desenvolvimento como o Brasil que os bancos públicos têm assumido esses papéis cada vez mais importantes, visto que o seu sistema financeiro não atende totalmente as necessidades de desenvolvimento da economia nacional. Suas linhas de atuação estão, primeiramente, ligadas ao fomento ao desenvolvimento, sustentando o investimento em diferentes segmentos e em distintas fases dos ciclos de crédito. Também podem constituir importantes mecanismos de inclusão bancária e desenvolvimento regional e ainda como poderoso instrumento de política anticíclica.

No Brasil, passadas a estabilização e as sequentes crises internacionais, principalmente o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) teve uma inflexão em seu papel, recuperando a sua atuação anticíclica com outros bancos públicos. Nesse sentido, o próximo capítulo tratará justamente da evolução do mercado de crédito no Brasil a partir de 2003, destacando as mudanças em termos de perfil desse mercado.

CAPÍTULO II – Panorama da Evolução do Crédito no Brasil entre 2003 e 2012

II.1 - Introdução

O objetivo deste capítulo é descrever e analisar as mudanças no mercado de crédito do Brasil, de 2003 até o início de 2012. A escolha do marco inicial é particularmente interessante, pois, em 2003, após quase uma década de crises internacionais e do sucesso do plano de estabilização macroeconômica, houve o início de uma inflexão no comportamento da relação Crédito/PIB, que dobrou no período, saindo de aproximadamente 24,5% no final de 2003 para cerca de 49% no final de 2011.

Tomando como base uma perspectiva pós-keynesiana, o reconhecimento de que a atividade econômica é impregnada não apenas de riscos, mas, sobretudo, de um elevado grau de incerteza, leva à consequência imediata de que as condições para o financiamento do crescimento econômico estão a todo tempo sujeitas às expectativas dos agentes quanto ao desempenho futuro da economia de um modo global. Com isso, tanto os montantes de crédito ofertado e demandado em um determinado período do tempo quanto o perfil do mercado seguem trajetórias condicionadas ao ambiente em que estas transações estão inseridas no presente e que estarão inseridas no futuro.

Portanto, a primeira parte deste capítulo, expõe o quadro macroeconômico que antecedeu ao período escolhido, mais especificamente aquele posterior à implementação do Plano Real (1995), e ressalta as mudanças até os dias atuais. Em um segundo momento, mergulha-se particularmente nas características e expectativas quanto ao comportamento do mercado de crédito, imediatamente após a estabilização de preços e do câmbio em 95 até o início do mandato do ex-presidente Lula em 2003. Por fim, o capítulo detalha a expansão deste mesmo mercado até o ano atual, utilizando a grande crise internacional em 2008 como marco de uma nova inflexão, para assim ressaltar as diferentes reações dos setores público e privado e a retomada de um importante papel anticíclico dos bancos públicos.

II.2 – A Macroeconomia Brasileira de 1995 a 2012

II.2.1 – Os anos FHC (1995-2002)

Períodos de maior dilatação do crédito estão, de forma geral, correlacionados a períodos de maior crescimento econômico. Com a renda e a economia em ascensão, espera-se que as famílias busquem financiamento para elevar seus gastos em consumo e as empresas para aumentar a sua produção. Nesse sentido, um ambiente de maior estabilidade macroeconômica é de grande importância para a evolução do mercado desse serviço

financeiro. Não só por isso, a conquista da estabilidade de preços com o Plano Real é um dos principais acontecimentos da história econômica recente do Brasil.

Para os governantes que tentariam combater a inflação, foram importantes, primeiramente, o aprendizado com o fracasso de inúmeros planos econômicos da década anterior e a reabertura dos mercados financeiros internacionais a países devedores. A futura gestão de Fernando Henrique Cardoso (FHC) aproveitaria estas vantagens relativas e, acompanhando as tendências do exterior, continuaria com a mudança do modelo de desenvolvimento do país, seguindo políticas neoliberais, de menor intervenção do Estado na economia.

Assim, usou-se como base da estratégia macroeconômica da estabilização a contração da liquidez, via manutenção de altas taxas de juros e uma política de câmbio fixo sobrevalorizado. Dessa forma, com o auxílio da concorrência de produtos importados, agora transacionados com menores barreiras no mercado doméstico e com um sucesso relativo no controle de gastos do governo, conseguiu-se reduzir a inflação sem custos sociais consideráveis.

Entretanto, o Plano Real não era isento de obstáculos. Atrelado ao seu funcionamento estavam uma indução à perda de reservas internacionais, e um correspondente aumento da vulnerabilidade externa do país. Trazia como consequências o aumento das importações e dos *déficits* na conta corrente, assim como a deterioração das contas públicas, devido às altas taxas de juros e aos respectivos repasses ao exterior. Estas últimas, ressalta-se, cumpriam o objetivo de manter a atratividade da economia nacional aos capitais estrangeiros, mas minavam a eficácia do mecanismo estabilizador de preços, ao criar pressões pela desvalorização do câmbio e por um controle ainda maior dos gastos governamentais.

Com isso, a posição macroeconômica internacional do Brasil foi se deteriorando e poderia se tornar insustentável se houvesse qualquer turbulência internacional mais forte, que restringisse as soluções paliativas de endividamento público e externo.

O problema é que o cenário externo da segunda metade dos anos 90 não foi nem um pouco marcado pela estabilidade. Crises no México no final de 94, nos Tigres Asiáticos em 97 e, por fim, na Rússia em 98, aumentaram as percepções de risco dos agentes e geraram desconfianças por parte dos mercados financeiros internacionais. Assim, houve um efeito contágio que acabou por drenar a liquidez e impedir o refinanciamento das dívidas dos países emergentes, que foram assumidos como igualmente propensos a crises.

Em 1999, após um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), o governo abandonou o câmbio fixo e negociou a adoção do tripé de política macroeconômica que vigora até hoje. O regime de metas de inflação para a política monetária, o câmbio flexível

como política cambial e as metas de *superávit* primário para a atuação fiscal passaram a pautar as ações do governo, na busca por uma maior previsibilidade e credibilidade junto aos investidores internacionais. Com isso, conseguiu-se a solvência interna e externa, mas ampliaram-se algumas excepcionalidades da economia brasileira, tais como a manutenção das taxas reais de juros a níveis estratosféricos e a consequente tímida proporção do crédito em relação ao PIB.

Ao sintetizarem a evolução de alguns dos principais indicadores macroeconômicos no período, os números da tabela 1 mostram que o governo FHC teve como grande sucesso a desaceleração da inflação. Os preços medidos pelo IPCA subiram, na média dos oito anos de governo, 9,2% ao ano, o que representou um enorme ganho com o retorno a uma rotina normal de funcionamento da economia brasileira. Todavia, apesar de relativamente neutra em termos de emprego e renda, é possível constatar que a estabilização não se fez acompanhada de um novo ciclo de expansão do produto. O PIB esteve bastante sujeito a flutuações, graças em parte à forte influência do ambiente externo. Dessa forma, cresceu, em média, apenas 2,3% ao ano. Para esse resultado, também contribuiu a restrição de liquidez proporcionada por uma taxa básica de juros em níveis elevadíssimos. A SELIC foi constantemente utilizada para, ao mesmo tempo, conter as pressões inflacionárias e manter a atratividade de capitais. Por isso, sua trajetória de queda nunca pode ser muito duradoura. Chegou a um piso de 15,8% em 2000, mas, com o agravamento do ambiente externo, retornou aos 25% em 2002.

Quanto ao setor externo, fica evidente o papel desestabilizador das recorrentes crises da segunda metade dos anos 90. A balança comercial, como fruto do impulso às importações propiciado por um câmbio sobrevalorizado, permaneceu predominantemente deficitária, até a reversão com a flexibilização do câmbio. A balança de serviços e rendas permaneceu igualmente deficitária, mas por conta dos altos encargos da dívida pública remetida a agentes no exterior. Assim, a razão entre o nível de reservas e a dívida externa caiu durante boa parte do período, e pode ser explicada, como já dito, em parte pela estratégia de estabilização escolhida. Como consequência da sangria de reservas, o governo não pode manter o câmbio estritamente fixo no período. Com isso, houve uma progressiva desvalorização cambial no período, que se acentuou, com a adoção oficial do regime de câmbio flutuante. Da praticamente paridade 1:1 em 1995, chegou-se a expressivos 3,53R\$/US\$ em 2002, com o agravante de uma particular fuga de capitais, de razões político-eleitorais.

Tabela 1: Sinopse Macroeconômica (1995-2002)

Indicador	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Média (1995- 2002)
Câmbio (R\$/US\$ - Fim do período)	0,97	1,04	1,12	1,21	1,79	1,95	2,32	3,53	1,74
Crescimento PIB (% a.a.)	4,2	2,2	3,4	0,0	0,3	4,3	1,3	2,7	2,3
Dívida Externa Total Líquida/PIB (% ano)	11,2	11,2	14,1	19,5	32,4	29,5	29,4	32,7	22,5
Inflação (IPCA %a.a.)	22,4	9,6	5,2	1,7	8,9	6,0	7,7	12,5	9,2
NFSP - Primária (% PIB)	-0,2	0,1	0,9	0,0	-2,9	-3,2	-3,2	-3,2	-1,5
Reservas / Dívida Externa Total (% ano)	33,9	34,7	27,2	19,9	15,1	14,0	17,1	18,0	22,5
SELIC (% a.a.)	40,3	24,9	40,8	29,0	19,0	15,8	19,0	25,0	26,7
Tx. de Desemprego Aberto (% m. ano)	4,4	3,8	4,8	6,3	6,3	4,8	5,6	5,2	5,2
Balanço de Pagamentos (US\$ bi)	12,92	8,67	-7,90	-7,97	-7,82	-2,26	3,30	0,30	-0,10
-- Balança Comercial	-3,47	-5,60	-6,75	-6,58	-1,20	-0,70	2,65	13,12	-1,07
-- Serviços e Rendas	-18,54	-20,35	-25,52	-28,30	-25,83	-25,05	-27,50	-23,15	-24,28
- Transações Correntes	-18,38	-23,50	-30,45	-33,42	-25,34	24,23	-23,22	-7,64	-23,27
- Conta Capital e Financeira	29,10	33,97	25,80	29,70	17,32	19,33	27,05	8,00	23,78

Fonte: Sistema de Séries Temporais do Banco Central (BACEN).

II.2.2 O Governo Lula (2003-2010)

É no descrito ambiente de recuperação de crises internacionais e de crescente desconfiança que chega ao poder o ex-presidente Lula. Para mostrar aos mercados uma continuidade em termos de política econômica e, com isso, evitar fugas de capitais que inviabilizariam qualquer tentativa de retomada do crescimento e do emprego indicou-se uma equipe econômica, para o início desse primeiro mandato, estritamente ortodoxa e reconhecidamente alinhada com o mercado. O compromisso com a manutenção da boa ordem dos “fundamentos macroeconômicos”, dessa forma, seria mantido e contribuiria para a inflexão no comportamento de boa parte dos indicadores.

No nível de cenário externo, por outro lado, o novo período iniciaria com grandes mudanças em relação ao anterior. Foi caracterizado por uma maior estabilidade, que durará até a crise internacional de 2008. Nesse sentido, os crescimentos não só dos EUA, mas, principalmente da China como novo grande ator econômico, alavancaram o país a um novo ciclo de expansão da renda. As fortes demandas chinesas por *commodities* fizeram com que os preços dessas mercadorias se elevassem, favorecendo as exportações de países como o Brasil, para o qual esses produtos têm grande importância em sua pauta no comércio internacional. Portanto, outro aspecto dessa nova fase da economia brasileira também foi dado pela maior inserção internacional do país nos fluxos de comércio.

De 2003 até 2007, o desempenho da economia brasileira foi influenciado fortemente pela recuperação da economia internacional. Como mostrado pela tabela 2, foi possível sair dos anos de quase estagnação, chegando-se a uma média de crescimento de 4%, quase o dobro daquela do governo anterior. A inflação foi em média de 6% ao ano, tendo assim sua queda ratificada, após ajustamento das expectativas com o compromisso de manutenção do tripé da estabilidade. Para viabilizar esse resultado, foi preciso seguir utilizando a tática de

juros reais bem acima da média mundial. A taxa SELIC, apesar de estar em queda se comparada ao período anterior, sempre respondeu rapidamente a qualquer perturbação nas expectativas, calcada na gestão conservadora do Banco Central. Em 2003, encontrava-se em 16,5% e, apesar de elevada nas primeiras reuniões do Conselho de Política Monetária (COPOM), chegou a 11,3% no início de 2008.

Pelo lado fiscal, as metas de *superávits* primários foram atendidas e auxiliadas pelo caráter pró-cíclico das finanças públicas. Com a economia em aquecimento, a arrecadação foi naturalmente ampliada e gastos tornaram-se menos necessários, de modo que o saldo obtido pudesse ser usado para pagar os juros da dívida pública.

Na última ponta do tripé, os saldos na balança comercial passaram a ser positivos e a contribuir para o país aumentar seu nível de reservas internacionais. Houve então um processo de ajuste, visando diminuir a vulnerabilidade externa do país. Como resultado, alcançou-se a eliminação da dívida externa do setor público em 2007. Graças a esse cenário mais positivo e de menor desconfiança em relação aos “emergentes”, a volta da entrada de recursos do exterior levou a taxa de câmbio a valorizar-se em relação aos momentos de tensão de 2002. Com isso, saiu de R\$2,89 em 2003 para 1,77 em 2007.

Tabela 2: Sinopse Macroeconômica (2003-2007)

Indicador	2003	2004	2005	2006	2007	Média (2003-2007)
Crescimento PIB (% a.a.)	1,2	5,7	3,2	4,0	6,1	4,0
Inflação (IPCA % a.a.)	9,3	7,6	5,7	3,1	4,5	6,0
SELIC (% a.a.)	16,5	17,8	18,0	13,3	11,3	15,4
Tx. de Desemprego Aberto (% m. ano)	10,9	9,6	8,3	8,4	7,4	8,9
NFSP - Primária (% PIB)	-3,3	-3,7	-3,8	-3,2	-3,3	-3,5
Dívida Externa Total Líquida/PIB (% ano)	27,3	20,4	11,5	6,9	-0,9	13,0
Reservas / Dívida Externa Total (% ano)	22,9	26,3	31,7	49,7	93,3	44,8
Câmbio (R\$/US\$ - Fim do período)	2,89	2,65	2,34	2,14	1,77	2,36
Balanco de Pagamentos (US\$ Bi)	8,50	2,25	4,32	30,57	87,49	26,62
-- Balança Comercial	24,80	33,64	44,70	46,46	40,03	37,93
-- Serviços e Rendas	-23,48	-25,20	-34,28	-37,12	-42,51	36,64
- Transações Correntes	4,18	11,68	13,99	13,64	1,55	9,00
- Conta Capital e Financeira	5,11	-7,52	-9,46	16,30	89,09	18,70

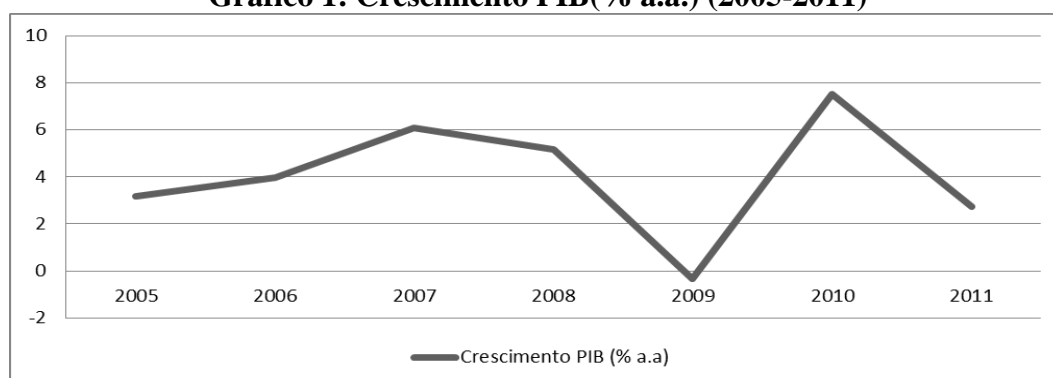
Fonte: Sistema de Séries Temporais do Banco Central (BACEN).

Em contraste com momentos de crise anteriores, em 2008, quando as incertezas se agravaram, o Brasil se encontrava bem resguardado frente à contração dos fluxos internacionais de capitais. Havia aproveitado o bom momento da economia global para acumular um grande volume de reservas internacionais e deixar de ser um devedor externo líquido. Ainda mais importante foi o fato de que, dessa vez, a boa gestão das políticas macroeconômicas podia permitir que efeitos de contágio fossem amenizados.

É claro que, em um mundo globalizado, é praticamente impossível passar sem danos quando há um problema sistêmico. No entanto, como a crise explodiu em setembro de 2008,

seus efeitos foram mais sentidos apenas em 2009. O crescimento do PIB é bem verdade, despencou de 5,2% em 2008, para uma pequena retração ou quase estagnação em 2009 de 0,3%. Ocorre que, como mostra o gráfico 1, a saída da crise se deu de forma rápida, para atingir, já em 2010, 7,5% de expansão do PIB. Para essa reversão, a equipe econômica do Governo já seguia uma linha mais desenvolvimentista. Desse modo, aplicaram-se políticas públicas de estímulo a atividade econômica, cujo maior expoente foi o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), apoiadas fortemente nos bancos públicos como instrumento anticíclico.

Gráfico 1: Crescimento PIB(% a.a.) (2005-2011)



Fonte: Sistema de Séries Temporais do Banco Central (BACEN)

Inicialmente, o freio forçado às atividades produtivas como um todo em 2009 teve repercussões importantes nos dados de conjuntura econômica, como é possível notar pelos dados da tabela 3. A inflação desacelerou a 4,3% e a taxa SELIC sofreu quedas consecutivas, visando estimular a demanda reprimida, fechando o ano em 8,75% a.a. Numa outra ponta, como consequência da inundação de liquidez pelos países desenvolvidos, que buscavam estimular a sua atividade econômica interna, a taxa de câmbio se valorizou fortemente até R\$1,64 em 2010, o que representou um forte desequilíbrio para a indústria do país, devido à demora de reversão desse quadro. A conta corrente voltou a apresentar *déficits* recorrentes, com esse estímulo às importações líquidas de um câmbio valorizado e após aumento do envio de rendas para o exterior. Do lado fiscal, houve uma redução dos *superávits* primários e uma amplificação da NFSP, o que seria revertido nos anos seguintes.

Entretanto, os efeitos das medidas de estímulo foram muito significativos e foram além da já descrita recuperação do PIB. Em termos de uma possível compatibilidade entre inflação e crescimento, houve continuidade em relação ao período anterior, apesar da maior volatilidade dos dados. Enquanto de 2003 até 2007, o crescimento médio foi de 4% com uma inflação média de 6%, de 2008 até 2011, o crescimento médio foi de 3,8%, com uma inflação média de 5,7%. Nessa tendência, esteve inserida uma taxa básica de juros extremamente sensível a qualquer pressão inflacionária, sendo aumentada até 11% ao ano em 2011.

Tabela 3: Sinopse Macroeconômica (2008-2012)

Indicador	2008	2009	2010	2011	2012	Média (2008-2011)
Crescimento PIB (% a.a.)	5,2	-0,3	7,5	2,7	1,3*	3,8
Inflação (IPCA % a.a.)	5,9	4,3	5,9	6,5	5,4*	5,7
SELIC (% a.a.)	13,8	8,8	10,8	11,0	7,25	11,1
Tx. de Desemprego Aberto (% m. ano)	6,8	6,8	5,3	4,7	5,4	5,8
NFSP - Primária (% PIB)	-3,4	-2,0	-2,7	-3,1	-2,33	-2,8
Dívida Externa Total Líquida/PIB (% ano)	-1,7	-3,8	-2,4	-2,9	-2,6*	-2,7
Reservas / Dívida Externa Total (% ano)	104,3	120,6	112,4	118,0	-	113,8
Câmbio (R\$/US\$ - Fim do período)	2,34	1,74	1,67	1,88	2,10	1,90
Balanço de Pagamentos (US\$ Bi)	2,97	46,65	49,10	58,64	-	39,34
-- Balança Comercial	24,84	25,29	20,15	29,81	19,01*	25,02
-- Serviços e Rendas	-57,25	-52,93	-70,32	-85,27	-	-66,44
- Transações Correntes	-28,19	-24,30	-47,27	-52,48	-55,05*	-38,06
- Conta Capital e Financeira	29,35	71,30	99,91	112,39	-	78,24

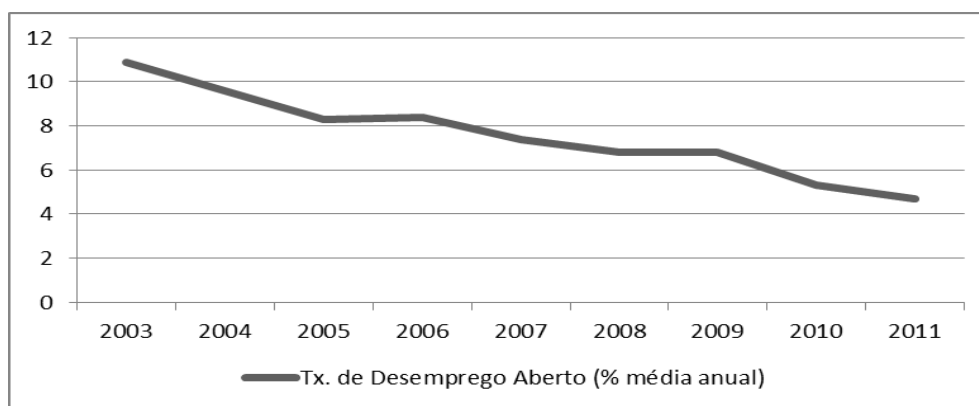
Fonte: Sistema de Séries Temporais do Banco Central (BACEN).

*Média das previsões do mercado em 30/11/2012

II.2.3 – Panorama Atual e Perspectivas

A economia brasileira resistiu relativamente bem às primeiras adversidades do novo século. A crise de 2008 acabou se concretizando como uma oportunidade para a exposição do país como um caso de sucesso no cenário internacional. O acelerado crescimento, pouco tempo após retraída a atividade, tornou o governo Lula um fenômeno de popularidade, coroando sua passagem na presidência, com a eleição da presidente Dilma como sucessora. Em 2012, após alguns anos turbulentos, apesar de a situação ser de relativa estabilidade de preços, confortável solvência externa e queda nas taxas de desemprego (gráfico 2), há um baixo crescimento econômico.

A continuidade da tríade de política macroeconômica é relativa. Após um longo período convivendo com certa harmonia às excepcionalidades de juros altíssimos e um sistema fiscal complexo, houve alguns ajustes e mudanças em termos de perfil, o que fez surgirem críticas às escolhas de política frente a um ambiente global impregnado de incertezas e cambaleante na recuperação econômica. Dessa forma, atualmente há um esforço do Banco Central (BACEN) em reduzir a taxa básica de juros, aproveitando-se de ajustes fiscais e de uma piora dos prognósticos para a economia global, assim como o retorno a um projeto de desenvolvimento com redução das desigualdades sociais. Com isso, espera-se combater algumas anomalias que resistiram a todo o processo de normalização e estabilização desde o Plano Real.

Gráfico 2: Evolução Taxa de Desemprego (% a.a.) (2003-2011)

Fonte: Elaboração própria a partir de Sistema de Séries Temporais do Banco Central

Gráfico 3: Evolução Taxa SELIC (% a.a.) (1998-2012)

Fonte: Elaboração própria a partir de Sistema de Séries Temporais do Banco Central

Um dos maiores desafios nesse caminho é justamente o da taxa de investimento da economia. Se observada a sua trajetória, nota-se que pouco evoluiu, desde a estabilização. Durante os anos FHC esteve em uma leve tendência de queda, saindo de 18,3% em 1995 para 16,4% em 2002. Todavia, mesmo no Governo Lula, de maior calma na economia doméstica, não conseguiu atingir patamares mais satisfatórios. Após continuar na descendente no início desse novo período, recuperou-se, principalmente a partir do segundo mandato deste presidente de 2007 a 2011, alcançando no último ano 19,3%, apenas um ponto percentual acima da taxa apurada dezesseis anos antes. O problema é que o gasto em investimento é de fundamental importância para a manutenção de um crescimento econômico sustentado, sem gerar novos traumas de pressões inflacionárias. No entanto, requer condições adequadas para o seu financiamento, materializadas no mercado de crédito. Nesse sentido, o seu estudo tem de passar por esse importante mercado, que mesmo após toda a evolução conjuntural descrita aqui e institucional ainda a ser apresentada, resistiu e ainda resiste a ter sua plena funcionalidade macroeconômica, como veremos a seguir.

II.3 – O Crédito no Brasil Pós-Plano Real

A consequência mais esperada ligada ao processo de estabilização era a expansão do crédito. Com um ambiente de maior estabilidade macroeconômica e menor incerteza, os agentes bancários diminuiriam seu grau de preferência pela liquidez e se tornariam mais propensos a ofertar financiamentos. O fim da inflação, desse modo, representaria um fim ao incentivo a operações de prazos curtos, que naquela conjuntura específica, proporcionavam ganhos extraordinários para os agentes bancários.

“Segundo dados do Sistema de Conta Nacionais do IBGE, período 1990-1995, a receita inflacionária como proporção do PIB caiu de 4,3% em 1993 para 0,1% em 1995. Em termos do valor da produção bancária imputada, as receitas inflacionárias que representavam 87,3% em 1993, caíram para 49,5% em 1994 e para 1,6% em 1995.” (OREIRO; PAULA; BASILIO, 2010, p.6)

Inicialmente, como previsto, o fim do aumento contínuo e generalizado do nível geral de preços, esteve relacionado a uma explosão do crédito e do consumo. Os bancos precisaram realocar suas operações ativas, dado o fim dos ganhos com a inflação e as famílias vivenciaram uma “ilusão monetária” com a inundação de produtos importados, com a abertura comercial. Entretanto, se esse processo continuasse, haveria fortes pressões para derrubar a recém-instaurada estabilidade de preços, o que fez com que o Governo reagisse e elevasse as taxas de juros reais, restringindo a demanda por consumo e o mercado de crédito. Em decorrência dessa enorme contração de liquidez, houve um princípio de crise bancária, resolvido com a consolidação do setor. A consequente onda de fusões e aquisições e posterior abertura do mercado aos bancos estrangeiros buscou fortalecer as instituições bancárias e o estimular a concorrência. No entanto, seus resultados ficaram abaixo do esperado. De mais significativo, houve apenas a redução da participação da demanda do setor público e da oferta dos bancos públicos e o redirecionamento para as demandas privadas e da oferta dos bancos privados.

Ocorre então que uma das principais consequências da instabilidade dos anos FHC foi a não confirmação das expectativas de aceleração na expansão do crédito. O fim da inflação não deu o impulso necessário para os bancos alterarem suas percepções de risco, em direção a operações por um lado, mais arriscadas e, por outro, mais rentáveis. O comportamento destas instituições após a reação do Governo foi o de passar a evitar posturas financeiras mais ousadas, o que freou a dilatação inicial do crédito. Por isso, já a partir de 1996, não se continuou a tão esperada ampliação das operações de financiamento. Resumidamente, mesmo

um ambiente macroeconômico mais favorável, reconhecidamente contribuindo para aumentar as operações deste mercado, não foi uma condição suficiente para tal.

Em outra ponta, a gestão da política macroeconômica dava um elevado peso ao controle dos preços via juros. A contrapartida gerada não era só uma ampliação da dívida pública, mas também fortes incentivos à aplicação de recursos nos títulos públicos federais, dada a permanência dos mecanismos de indexação. Com isso, os bancos ficaram fortemente propensos a privilegiar a alocação dos recursos anteriormente usados no *floating* inflacionário nesses ativos e não no aumento das operações de crédito. Os juros altíssimos além de proporcionarem uma rentabilidade elevada com um grau menor de risco, contribuía para o encarecimento do crédito e afetavam os que já eram devedores, podendo aumentar o nível de inadimplência. Em termos de custos de oportunidade, a aposta no financiamento num ambiente incerto sobre o verdadeiro sucesso do Plano, contra a (quase) certeza de recebimento de juros como credor do governo era fortemente desincentivada.

No campo institucional e de regulamentação, há ainda o fator abordado por SOARES (2001), em que a adesão do Brasil ao Acordo de Basiléia representou uma novidade que trouxe repercussões no comportamento do setor bancário. Este acordo objetivava diminuir os insucessos pertinentes à atividade bancária e garantir uma maior solvência e liquidez do sistema bancário internacional, definindo requerimentos mínimos de capital e padronizando conceitos. Por um lado, a adequação e padronização das instituições aos padrões internacionais de controle e monitoramento de riscos, de fato, deram maior solidez e segurança ao sistema financeiro, além de reduzir a competição desigual. Por outro, o acordo gerou um elevado custo de ajustamento para as instituições nacionais no que tange à forma de alocar capital frente aos riscos de crédito. A proposta diminuição da alavancagem, na verdade, representou um limite ao maior aumento do crédito. Em termos práticos, o Acordo exigia uma cobertura plena de capital ao se realizar essas operações, enquanto uma cobertura nula para as transações com títulos públicos, considerados menos arriscados. Dessa forma, a sua adoção significou uma ainda maior indução ao porte de ativos considerados de menor risco, tipicamente, os títulos públicos, frente às transações de crédito.

Numericamente, se observado o período entre 1996, começo da série histórica de dados reais e 2002, a contração do mercado é da ordem de 25,5%. Em termos de relação crédito-PIB, a conclusão é bastante similar. Logo após o sucesso do Plano, em 94, a razão era de 36,6%. Em oito anos houve uma queda de dez pontos percentuais, tal que em 2002 a razão chegou a 26,0%, começando a se recuperar somente em 2003.

De fato, o Plano Real acabou por mudar o padrão de crescimento do mercado de crédito no Brasil. Todavia, verificou-se justamente o oposto ao esperado. Como se pode ver

na tabela 4, ao longo do governo FHC, houve redução real nas operações de crédito e, conseqüentemente, diminuição da razão entre estas e o PIB. Para isso, contribuiu fortemente uma situação externa desfavorável e uma ligeira fragilidade interna e externa de uma economia recém-estabilizada.

Tabela 4: Operações de Crédito (1995-2002)

Ano	Crescimento Nominal	Crescimento Real	%PIB
1995	27,9%	-	32,1%
1996	5,7%	-	28,8%
1997	2,8%	-4,3%	26,8%
1998	6,6%	4,8%	27,9%
1999	4,2%	-13,2%	24,9%
2000	13,3%	3,2%	26,4%
2001	2,9%	-6,8%	25,8%
2002	12,5%	-11,0%	26,0%

Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN.

Assim, os primeiros oito anos após o sucesso do Plano Real não foram nem um pouco isentos de agitações nos mercados internacionais. O ambiente externo definitivamente contribuiu para a deterioração das expectativas dos agentes tanto domésticos quanto estrangeiros que aqui atuavam nessa época. A sequência de crises em mercados emergentes, de características semelhantes ao Brasil, contaminou o acesso ao financiamento seja interno como externo. A preferência pela liquidez dos credores se aguçou e se somada às medidas de política tomadas para manter a atratividade da economia nacional aos fluxos de capitais, como o aumento da taxa básica de juros, representou mais um desestímulo às operações mais arriscadas e favoreceu a ampliação do estoque de títulos públicos federais em poder dos bancos.

Aqui, cabe ressaltar que as crises externas e a gestão das políticas macroeconômica e sobre o arcabouço institucional não fizeram com que os bancos perdessem em rentabilidade. A proteção ao setor financeiro, por exemplo, dados os indícios de contágio interno às inquietações da economia global, não levou a uma crise bancária, tendo os custos recaído sobre o Estado. Foi possível para as instituições bancárias compatibilizar, por meio do porte de títulos públicos federais, operações rentáveis, dada a alta taxa de juros, com riscos relativamente baixos.

Assim, após um ajuste às mudanças dadas com o fim da inflação, o ciclo de amplificação de crédito previsto foi pouco duradouro. Seja por alterações na estrutura dos bancos, pelo cenário econômico externo adverso e pelas medidas tomadas pela autoridade monetária, houve uma interrupção prematura no crescimento esperado, não provocando os benefícios previstos à economia brasileira.

Em termos de perfil, no entanto, a distribuição do crédito entre os setores até 2002 já mostrou algumas mudanças significativas, conforme os dados da tabela 5. Primeiramente,

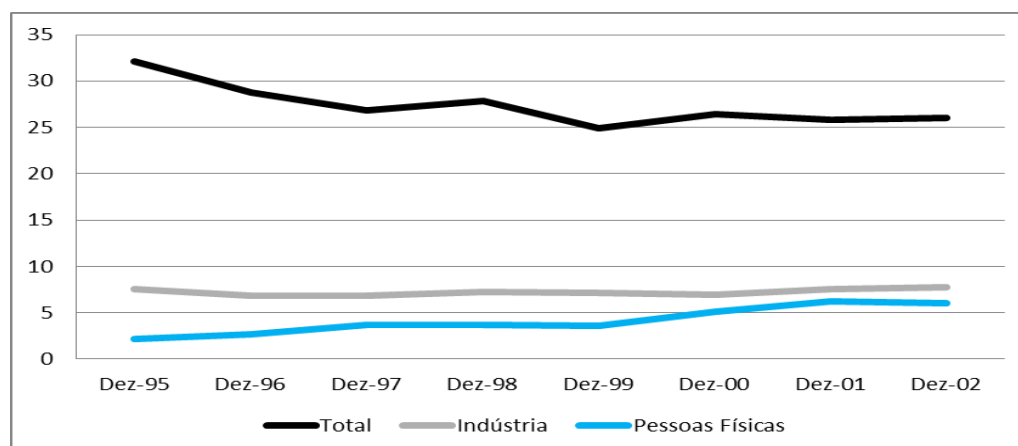
observa-se uma grande queda no financiamento ao setor público, isto é, aos governos e suas empresas. Entre 1997, ano de início da série, e 2002, houve um encolhimento desse tipo de operação da ordem de 80% em termos reais. Em outra direção esteve o crédito ao setor privado. É possível perceber uma redistribuição dos recursos para outros setores. Os quadrantes industrial, habitacional, rural e comercial foram sendo preteridos em relação ao de pessoas físicas. Ou seja, há queda no financiamento as atividades produtivas, exemplificada, sobretudo na indústria com retração de 4% nesse intervalo de tempo e uma reação no segmento de consumo, cristalizado nas pessoas físicas. Nessa área houve crescimento de 133%.

Tabela 5: Crescimento Anual do Saldo Real das Operações de Crédito por Setor (%) (1997-2002)

Ano	Setor Público	Indústria	Habitação	Rural	Comércio	Pessoas Físicas	Total
1997	-48,3	4,1	-2,7	10,1	-4,5	41,9	-4,3%
1998	-15,9%	5,5%	5,8%	9,7%	-14,0%	1,8%	4,8%
1999	-23,2%	-3,1%	-18,2%	-13,9%	-6,3%	5,8%	-13,2%
2000	-12,0%	-6,7%	-3,8%	-2,5%	1,5%	42,0%	3,2%
2001	-77,5%	4,1%	-158,0%	-13,5%	3,7%	15,7%	-6,8%
2002	21,4%	-7,4%	-20,4%	1,0%	-13,6%	-9,6%	-11,0%
1997-2002	-79,91%	-4,05%	-75,01%	-9,78%	-29,93%	132,66%	-25,49%

Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN.

É importante ressaltar que esses movimentos descritos são todos em termos relativos. Em termos absolutos, pelo menos até 2002, o crédito a indústria permanecia como principal destino de recursos com R\$115.678 milhões, a preços de 2002, representando 7,8% do PIB nesse mesmo ano. Todavia, o financiamento ao consumo, materializado nas pessoas físicas, esteve já em aceleração e ultrapassou o financiamento à indústria, como mostra o gráfico 4 e será ratificado anos mais tarde. De qualquer modo, essa tendência relativiza o argumento da contração do crédito devido a uma elevada preferência pela liquidez dos bancos, como mostrou Soares (2001). Os riscos para esse público são reconhecidamente maiores e, por isso, traduzem-se em uma cobrança de taxas de juros também mais elevadas. Ou seja, na verdade, os bancos também teriam uma preferência pela rentabilidade e a evolução do crédito como um todo nesse período teria respondido mais a fatores institucionais e estruturais como a adoção do Acordo de Basiléia do que a fatores conjunturais como o problemático setor externo.

Gráfico 4: Relação Crédito/PIB – Indústria x Pessoas Físicas (% a.a.) (1995-2002)

Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN.

A partir do corte segundo origem do capital da tabela 6, é possível observar uma queda na participação do sistema financeiro público no mercado. Como consequência da estratégia de liberalização financeira e das consequentes e atreladas privatizações, sobretudo após o princípio de crise bancária após o Plano Real, a influência dessas instituições entrou em uma trajetória descendente. A queda na participação pública nas operações de crédito foi dada principalmente pela privatização de bancos públicos ineficientes e compensada majoritariamente pela entrada e ascensão de grupos bancários estrangeiros. Em termos reais, de 1995 a 2002 a queda dos montantes ofertados chegou a 31,8%. Comparando-se com o total do crédito, o *market-share* dos bancos públicos era de 55,1% em 1995 e ficou em 37,49% em 2002. Enquanto isso, as instituições privadas, após absorção de bancos públicos problemáticos e principalmente com a abertura aos estrangeiros, aumentaram suas transações em 46,9%. Passaram a compor 62,5% do total em 2002, divididos em 37,4% em instituições nacionais e 25,1% em instituições estrangeiras, o que ratifica a mudança na composição do setor, na direção do favorecimento ao lado privado.

Tabela 6: Composição das Operações de crédito por Origem do Capital (%) (1995-2002)

Ano	Instituições Públicas	Instituições Privadas Nacionais	Instituições Estrangeiras	Total
1995	55,1%	35,9%	9,0%	100%
1996	55,2%	32,8%	12,0%	100%
1997	51,2%	33,1%	15,7%	100%
1998	55,0%	29,1%	15,9%	100%
1999	50,3%	29,8%	20,0%	100%
2000	44,1%	33,8%	22,2%	100%
2001	34,5%	38,8%	26,7%	100%
2002	37,5%	37,4%	25,1%	100%

Fonte: Elaboração própria a partir de Sistema de Séries Temporais do Banco Central (BACEN)

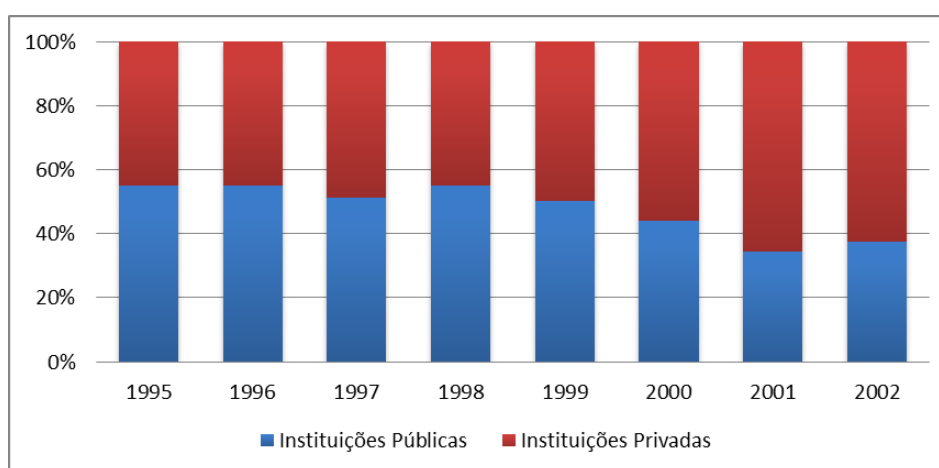
Enfim, os anos seguintes à conquista da estabilidade da moeda não confirmaram as perspectivas iniciais de correção de uma grande desfuncionalidade macroeconômica do

sistema financeiro brasileiro. A oferta de crédito permaneceu baixa, dificultando o financiamento do crescimento da renda nacional. A razão em relação ao PIB foi reduzida, mas mesmo assim, a rentabilidade do setor bancário não foi afetada.

A gestão das políticas macroeconômicas, desde a âncora nominal até o “tripé”, adotado a partir de 1999, além de não ter sido capaz de estimular uma mudança nesse quadro, estimulou o porte de títulos públicos federais por parte dos agentes econômicos, dadas as altíssimas taxas de juros reais utilizadas para controlar a inflação, objetivo final da gestão da época.

No mercado de crédito, como explicitado no gráfico 5, o reflexo dessa postura foi a redução relativa dos financiamentos oferecidos por instituições públicas, já que boa parte foi privatizada ou teve sua lógica de atuação ajustada a um modelo estritamente privado. Além disso, um ambiente externo conturbado aguçou a preferência pela liquidez dos agentes, travando não só o crescimento econômico, quanto às operações para o seu financiamento. Por outro lado, houve uma redistribuição dentro do próprio mercado, favorecendo o consumo ante atividades produtivas como a indústria. Ainda, mudanças no marco regulatório com a adesão ao Acordo de Basiléia unificaram padrões de postura e gestão financeiras contra os riscos de insolvência e falência e também limitaram a realização da profecia esperada inicialmente. É nessa situação que, em 2003, com o marco de mudança na Presidência da República, inicia-se uma inflexão nessas tendências, como se verá a seguir.

Gráfico 5: Composição das Operações de crédito por Origem do Capital (%) (1995-2002)



Fonte: Elaboração própria a partir de Sistema de Séries Temporais do Banco Central (BACEN)

II.4 – Boom, Crise e Inflexões: O Mercado de Crédito no Pós-2003

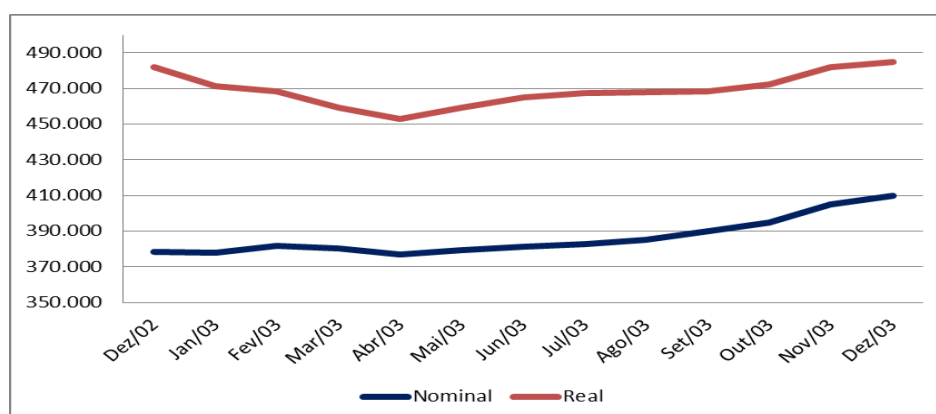
A partir de 2003, conjugado com a mudança no poder político e a gradual mudança em termos de perfil de políticas econômicas, passa-se a observar um novo comportamento no mercado de crédito. Como é possível verificar no gráfico 6 abaixo, as incertezas iniciais do

Governo Lula também geraram reflexos nessas operações. A tendência já verificada ao longo dos anos FHC de retração foi mantida em um primeiro momento, tanto em termos reais, quanto em termos nominais. Entretanto, a partir do mês de abril já se inicia uma recuperação, havendo uma ultrapassagem do nível do começo do ano já em maio - em termos nominais - e em novembro em termos reais, com valores deflacionados a partir do IPCA pela FEBRABAN.

A não concretização do chamado “risco Lula” de descumprimento de contratos e de abandono do tripé do governo anterior foi ratificada com a escolha de uma equipe econômica de perfil ortodoxo e a elevação imediata da taxa SELIC frente pressões inflacionárias, o que acalmou os mercados. Esse aperto inicial da liquidez afetou inicialmente a oferta de financiamentos, mas confirmou o compromisso com a estabilidade, de modo que as expectativas puderam ser ajustadas, possibilitando um ciclo de posterior flexibilização. Assim, “no que se refere à inflação, a reversão da aceleração verificada principalmente no segundo semestre de 2002 é um dos substratos mais importantes para a inflexão da espiral descendente do crédito, já nos primeiros meses de 2003.” (PRATES, BIANCARELI, 2009, p.5).

Adicionalmente, um cenário externo menos nebuloso também passa a impulsionar a atividade econômica, trazendo novas perspectivas de investimento e aos financiamentos. Um câmbio menos volátil também propiciou uma expansão das atividades financeiras. Em um país com história marcada por restrições externas e riscos constantes de crise cambial, um comportamento mais estável dessa variável traz como consequência uma menor incerteza seja por conta dos menores custos de captação no exterior, seja por sua relação intrínseca com as taxas de juros e inflação.

Gráfico 6: Operações Totais de Crédito em 2003 (Em R\$ Milhões) – Nominal x Real*



Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN e FEBRABAN

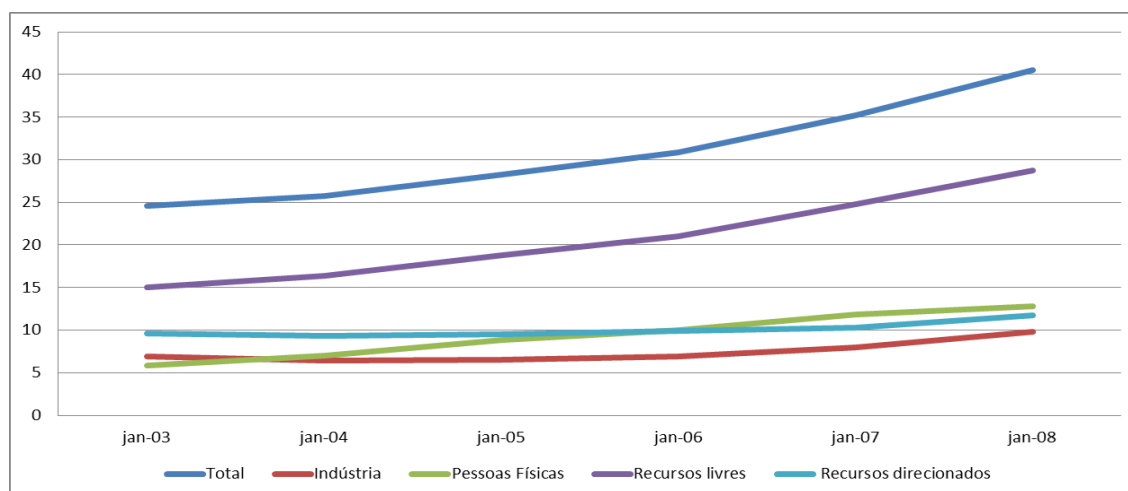
* Valores deflacionados a partir do IPCA, por FEBRABAN

Entretanto, cabe ressaltar que esse início de inflexão observado não foi consequência de mudanças estruturais na atuação do sistema financeiro brasileiro, que desde sempre privilegiou outras aplicações, notadamente os títulos públicos, em detrimento da oferta de crédito. Na verdade, a progressiva melhora no ambiente macroeconômico e seus reflexos nas expectativas tanto para a renda nacional quanto para a rentabilidade dos bancos nessas operações, causou uma indução à mudança na composição de um ativo com as atividades mais rentáveis, fazendo com que estas ganhassem cada vez mais importância ao longo desse novo ciclo de crescimento. As instituições credoras identificaram oportunidades de ganhos, com os *spreads* e a demanda em alta, sobretudo no financiamento ao consumo das famílias e assim redefiniram suas estratégias operacionais, no sentido de expandir os empréstimos, dadas as previsões de recuperação do emprego e da renda (PRATES; BIANCARELI, 2009).

De uma forma geral, o *boom* de crédito até meados de 2008 foi caracterizado por uma forte absorção dos recursos pelo setor privado, no que tange a distribuição setorial, principalmente no segmento das famílias. Ou seja, o forte aumento de volume das operações foi alocado no financiamento ao consumo e não ao financiamento ao investimento, que tem como peculiaridade a possibilidade de alterar a estrutura produtiva de um país, na direção não somente do crescimento econômico, mas do desenvolvimento econômico.

Quanto à origem dos recursos, também houve uma forte dilatação dos recursos livres via sistema privado nacional, apesar dos outros setores também terem participado ativamente. Ainda, a relação crédito/PIB aumentou consideravelmente, enquanto o *spread* e os juros entraram em queda, levando a um alongamento dos prazos das transações até o momento de reversão dessas tendências com a explosão da crise.

Analisando o principal indicador, isto é, a razão do total transacionado em relação ao PIB, a trajetória, como é possível observar pelo gráfico 7, é de aumento. Em 2003, correspondia a 24,6%, sendo 15% de recursos livres e 9,6% de recursos direcionados. Ao final de 2008, já com indícios de transbordamento da crise financeira, a razão era de 40,4%, onde 28,7% eram livres e 11,7% direcionados. Ou seja, de fato, os recursos livres foram um grande motor da expansão, mesmo havendo leve crescimento dos recursos direcionados nesse período. Da mesma forma, adentrando a análise neste indicador, por destino no segmento privado, confirma-se que a maior parte do crescimento foi destinada às pessoas físicas, que mais do que dobrou, passando de 5,8% para 12,8% em 2008. Igualmente, há uma recuperação do financiamento ao investimento, com o crédito a indústria chegando a quase 10% do PIB no mesmo ano, mas em uma cadência mais lenta do que a dos líderes.

Gráfico 7: Operações de Crédito (2003-2008) (%PIB)

Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN

No entanto, a partir do volume nominal total de operações, pode-se perceber que o ritmo de expansão do segmento de pessoas físicas foi superior ao dos outros setores. A tabela 7 revela que este teve sua participação no total das operações elevada de 23% em 2003 para um teto de 33,6% em 2007, com uma leve queda para 31,7% em 2008. Em termos nominais, o aumento foi de mais de 300%. Já o financiamento à indústria, como já citado, também cresceu, mas em um ritmo mais reduzido. A sua participação que era de 28,4% em 2003, foi a 24,2% em 2008, dado um crescimento de 154,2% no período. Além disso, destacam-se os empréstimos ao comércio, praticamente mantendo a sua participação no volume ofertado e as ligeiras quedas aos créditos rural, habitacional e do setor público, cujas velocidades de crescimento estiveram abaixo daquelas transações destinadas à pessoa física. Para efeitos de comparação, o total do crédito aumentou 200%, evidenciando as preferências de carteira das instituições após essa primeira inflexão, rumando, com uma menor preferência pela liquidez, ao financiamento ao consumo.

Tabela 7: Composição das Operações de crédito por Atividade Econômica (2003-2008)

Ano	Setor público	Indústria	Habitação	Rural	Comércio	Pessoas Físicas	Outros Serviços	Total
2003	3,7%	28,4%	6,1%	10,9%	10,5%	23,0%	17,3%	100%
2004	4,0%	25,8%	5,3%	11,4%	11,3%	25,9%	16,4%	100%
2005	3,4%	22,9%	4,8%	10,9%	10,6%	31,1%	16,3%	100%
2006	2,6%	22,5%	4,9%	10,6%	10,7%	32,2%	16,6%	100%
2007	2,0%	22,8%	4,9%	9,5%	10,4%	33,6%	16,7%	100%
2008	2,2%	24,2%	5,2%	8,7%	10,2%	31,7%	17,9%	100%

Fonte: Elaboração própria a partir de Sistema de Séries Temporais do Banco Central (BACEN)

Considerando a demanda por crédito, é importante ressaltar que a disposição em contratar empréstimos foi dilatada, refletindo expectativas positivas também por parte dos devedores e alguma necessidade de substituição de bens duráveis. Nesse sentido, uma

importante inovação que exacerbou o comportamento do período foi o surgimento da modalidade de crédito consignado. Sua grande vantagem reside no fato de ser descontado na folha de pagamento, reduzindo o risco e, logo, os juros das operações, tornando-se assim uma operação mais barata. Além de permitir a amplificação do público alvo para empréstimos de instituições financeiras, com a entrada de novos consumidores, pode confirmar o apetite dos ofertantes pelo financiamento ao consumo, conjugando maior rentabilidade com menor risco. Assim, os dados do período apontam uma ampliação contínua dessa modalidade, instituída a partir de 2004, atingindo 15% do total dos recursos livres já no 1º ano de existência e alongando-se até os 28% em 2008.

Em outra direção, ao contrário do que se poderia prever, a explosão dos empréstimos não foi acompanhada por um equivalente aumento da inadimplência, como mostrado na tabela 8. O fato é que esta, na verdade, inicialmente foi reduzida em termos de média anual. Em 2008, a média anual era menor do que em 2003, tanto nas transações envolvendo pessoas físicas quanto para as de pessoa jurídica. Igualmente, o *spread* médio anual também seguiu uma trajetória continuamente declinante, nas duas categorias. Os melhores cenários interno e externo de fato alteraram as suas percepções quanto ao futuro e as tolerâncias em relação ao risco, de modo que a amplificação do volume das transações mais do que compensou a relativa perda em rentabilidade.

Os dados da mesma tabela ainda indicam que, com uma maior confiança, foi também possível ofertar financiamentos a prazos mais longos. Por mais que a retomada aqui descrita tenha sido puxada pelo crédito ao consumo, um alongamento dos prazos viabiliza projetos maiores de investimento, que, devido ao montante de recursos que movimentam, precisam de maiores prazos para ser quitados, sem prejudicar a saúde financeira da empresa. A queda da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) contribui também justamente nesse caminho. Assim como a taxa básica, a TJLP acompanhou os movimentos do ambiente macroeconômico nacional e internacional. Em declínio desde o início do Plano Real, sofreu um grande salto durante a problemática dos emergentes na década de 90, retomando sua tendência inicial devido ao *boom*, a partir de 2003. Sintetizando, as melhores condições que surgiram nessa retomada, originadas na redução em termos de custos propiciada pela queda do *spread* e da TJLP, se associadas ao alongamento de prazos também ocorrido poderia ajudar na resolução de um importante anacronismo do sistema financeiro brasileiro, o fornecimento de *funding* de longo prazo. Com isso, se resolveria um entrave ao maior desenvolvimento econômico do país, permitindo que o financiamento ao investimento acompanhasse a velocidade de crescimento do destino ao consumo.

Tabela 8: Indicadores de Crédito Selecionados – 2003 e 2008

Indicador	2003	2008
<i>Spread</i> Médio Anual (%)	31,9	26,5
Inadimplência (% Saldo superior em atraso de 90 dias)	4,4	4,2
Prazo Médio (Dias)	206	371
TJLP (% a.a.)	11,0	6,25

Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN

A crise internacional de 2008, no entanto, mudou momentaneamente esse panorama. Apesar de não ter ganhado as mesmas proporções do que em países desenvolvidos, trouxe mudanças principalmente às transações creditícias. Ou melhor, foram justamente essas importantes alterações que permitiram a recuperação rápida descrita anteriormente. Inicialmente, as turbulências no sistema financeiro internacional atingiram o país pelo lado da oferta, contraindo fortemente os empréstimos bancários. Com a crescente desconfiança, a preferência pela liquidez dos agentes foi rapidamente afetada devido à exacerbação do risco sistêmico e das incertezas. Assim, já a partir de outubro de 2008, é possível perceber o início de uma desaceleração. Neste mês, houve aumento das transações em 2,81%. Nos meses seguintes, os dados já foram de 1,96% e 1,57%, chegando à quase estagnação do início de 2009 com 0,17% janeiro e -0,02% em fevereiro. A partir daí, já se inicia a recuperação gradual, culminada em julho com 2,35% de expansão. Entretanto, é importante ressaltar que a deterioração da atividade econômica começara em setembro e que a inércia vista na trajetória de crescimento, ao menos até dezembro, respondeu a alguns fatores adicionais. Com a desvalorização do câmbio natural às fugas de capitais, o estoque das operações com *funding* externo dilatou-se. Somado a isso, parte dos prejuízos que algumas empresas obtiveram com derivativos cambiais foram financiados mediante novas transações dos bancos. E por fim, e principal fator, os empréstimos direcionados tiveram uma inflexão no seu comportamento e passaram a se expandir fortemente. Os principais responsáveis por esse avanço foram os bancos públicos que atuaram de forma anticíclica via ampliação e compra das carteiras de aplicação.

Na verdade, esta já era uma tendência possível de ser notada desde 2007 graças aos impulsos dados pelo dinamismo nos investimentos (e consequente demanda sobre os recursos do BNDES, ainda principal fonte de *funding* de longo prazo) e pelo *boom* da construção civil. (PRATES; BIANCARELI, 2009). Ratificando-a estão os dados da relação crédito/PIB a partir de 2008. Somando todos os recursos e considerando a economia como um todo, não houve mudança no panorama anterior de crescimento das operações de modo superior ao PIB. Conforme a tabela 9, de 2008 para 2012, a razão saltou de 40,5% para ultrapassar a barreira dos 50%. Em termos mais específicos, as operações com recursos direcionados como

explicitado, foram impulsionadas, saindo de 11,7% para 17,5%, enquanto as livres tiveram sua expansão mais freada, de 28,7% para 31,5%. Adentrando os dados setoriais, continuam em destaque as pessoas físicas, mas o habitacional começa a ganhar evidência, assim como o reaparecimento do setor público, enquanto o comercial e industrial tiveram tímido crescimento e o rural permaneceu estagnado.

Tabela 9: Relação Crédito/PIB(%) (2008-2012)

Ano	Total	Setor Público	Indústria	Habitação	Pessoas Físicas	Comercio	Rural
2008	40,5	1,8	9,8	2,1	12,8	4,1	3,5
2009	43,7	3,7	9,4	2,8	14,3	4,2	3,5
2010	45,2	3,6	9,6	3,7	14,6	4,6	3,3
2011	49,0	4,0	10,1	4,8	15,3	5,0	3,4
2012	50,1	4,2	10,1	5,4	15,5	5,0	3,4

Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN

Pelo lado das atividades econômicas, a mais prejudicada nos meses mais graves da crise foi a indústria. Sua participação no total do crédito continuou a trajetória de queda relativa até 2012, mesmo após breve aumento em 2008, correspondendo hoje a 20,2% do total. Por outro lado, o financiamento à habitação mais do que dobrou sua participação a partir da recuperação, saindo de 5,2% para 10,7%, graças a programas de incentivo por parte do governo como o “Minha Casa Minha Vida” e do início de maturação e consolidação de um mercado de crédito imobiliário. Também na direção da amplificação estiveram os empréstimos ao setor público, apesar de ainda representarem uma pequena parcela do total (4,2%). Por fim, de uma forma geral, os outros segmentos mantiveram a sua participação, com pequenas mudanças, como uma leve queda na participação das pessoas físicas.

As condições de financiamentos, por sua vez, também evoluíram. Como resposta a algumas pressões inflacionárias meses antes da crise, a taxa SELIC encontrava-se em alta. Isso, se somado à grande incerteza que se instalou no mundo inteiro, fez com que esta ficasse relativamente acima da média dos anos anteriores. Entretanto, com o posterior afrouxamento de liquidez, tanto as metas fixadas, como as taxas médias para as pessoas física e jurídica entrassem em um ciclo de baixa em 2009. Nos dois anos seguintes, dado o crescimento proporcionado pelo PAC e a consequente inflação, além de altas do preço das *commodities* em geral e da inadimplência, houve um novo aumento nos juros.

Mais recentemente, todavia, com as deteriorações do cenário externo e das expectativas quanto a uma recuperação mais vigorosa dos países desenvolvidos, a política monetária foi novamente afrouxada, tal que as taxas voltassem a decrescer. De especial importância é a TJLP, por servir como base para os financiamentos de longo prazo ofertados em sua maior parte pelo BNDES. Esta andou em baixa praticamente contínua desde a estabilização. Mesmo com a desconfiança em ampliação, não alterou seu percurso, saindo de

6,25% em 2008 para atuais 5,5%, como indicado na tabela 10, que trata de alguns indicadores de crédito selecionados. Comportamento parecido tiveram os prazos médios das operações com recursos livres. Generalizando, observa-se um alongamento contínuo destes. A rigor, no entanto, houve uma pequena diminuição para as pessoas jurídicas em 2009, provavelmente devido ao usual maior volume de recursos destas transações, levando à necessidade de um nível de preferência pela liquidez superior, de tal forma que os prazos, em média, tivessem de ser reduzidos. Por fim, a evolução do componente de *spread* foi sinuosa. Após uma elevação prudencial como resposta às turbulências de 2008, descendeu até um piso de 24,1% em 2010, mas voltou a estar acima níveis pré e pós-crise em 2012.

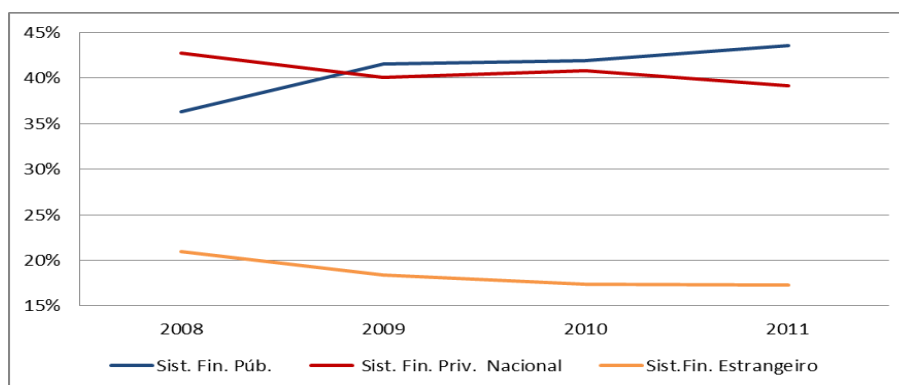
Tabela 10: Indicadores de Crédito Selecionados (2008-2012)

Indicador	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Spread</i> Médio Anual (%)	26,5	27,2	24,1	27,4	-
Inadimplência (% Saldo superior em atraso de 90 dias)	4,2	5,5	5,0	5,1	6,0
Prazo Médio (Dias)	371	383	476	497	-
TJLP (% a.a.)	6,25	6,0	6,0	6,0	5,5

Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN

Quanto à origem dos recursos, vale reafirmar que esta segunda inflexão do mercado de crédito, em reação ao aumento das incertezas do cenário econômico global, foi devida, sobretudo a ação anticíclica do sistema financeiro público. Como é possível ver no gráfico 8, a partir de 2008, há não só uma queda na participação do sistema financeiro estrangeiro, que se via focado na resolução das situações mais delicadas em seus países de origem, como também do privado nacional, que diante da menor confiança na obtenção das taxas de retorno desejadas, realocou seus recursos de forma a elevar a sua liquidez. Numericamente, a participação pública variou de 36,25% inicialmente para 43,52% já em 2012, enquanto a estrangeira foi de 20,99% para 17,31% e a privada nacional de 42,76% para 39,17%. Ou seja, apesar de o sistema privado consolidado continuar como ofertante majoritário, se considerarmos a separação em nacional e estrangeiro, o sistema financeiro público passa a dianteira do fornecimento de financiamento aos agentes do país, contrabalanceando o desinteresse privado, dada a maior incerteza.

“Assim, a preservação do sistema de crédito direcionado e dos seus principais agentes – as instituições financeiras públicas, como o BNDES, o Banco do Brasil e a CEF – ampliou o raio de manobra do governo brasileiro na gestão do efeito-contágio da crise internacional sobre a evolução do crédito no país, possibilitando que a sua expansão compensasse, em parte, a desaceleração do segmento de recursos livres” (PRATES; BIANCARELI, 2009, p.21-22)

Gráfico 8: Operações de Crédito por Origem do Capital –(%total) (2008-2011)

Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN

Nessa linha, é interessante comparar o caminho seguido pelos recursos livres com os direcionados, explicitando os principais componentes desse último para ajudar a entender o seu comportamento. Como proporção em relação ao total do crédito, os livres, caíram de 71% para 64,3% de 2008 a 2011. Já os direcionados expandiram-se de forma mais intensa, de forma a ampliar sua participação de 29% para 35,7%. Dentro desse grupo, destacam-se principalmente o crédito habitacional e os financiamentos do BNDES. O primeiro está em uma verdadeira trajetória de amplificação, com programas de bancos públicos especificamente desenhados para fornecer recursos com essa direção, cujo maior expoente é o “Minha Casa Minha Vida”. O segundo é o principal motor do financiamento de longo prazo no Brasil, antigo gargalo estrutural da economia nacional. Seus recursos estavam numa trajetória crescente, desde o início do governo Lula, quando teve redefinido seu papel no sistema financeiro. Em 2011, ofertava 20,7% do total do crédito e terá seu papel mais detalhado no próximo capítulo, sobretudo a partir da crise financeira.

II.5 - Conclusão

O crédito não foi expandido com o fim da inflação, como esperado durante os anos FHC. Contribuíram para isso principalmente um ambiente interno de readaptação à estabilidade macroeconômica e um ambiente externo marcado por crises sucessivas em países emergentes. Entretanto, no período, iniciou-se um processo de redirecionamento tanto da demanda quanto da oferta de crédito para o setor privado.

Para essa tendência começar a mudar, foram necessários a consolidação do tripé de políticas macroeconômicas, adotado em 1999, o fim das turbulências internacionais e o início do Governo Lula, de diferente perfil que o anterior. A partir daí, em 2003, houve uma retomada do crescimento econômico e, por sua vez, do crédito.

A relação crédito/PIB apresentou grande crescimento desde então, assim como outros indicadores das condições e desempenhos médios dos financiamentos, como o alongamento de prazos, redução dos *spreads* e queda na taxa de inadimplência. Entretanto, ressalta-se que a expansão, pelo menos até 2008, foi puxada principalmente pelo crédito às pessoas físicas, com as operações, sobretudo da indústria, típicas de investimentos, perdendo importância.

A crise de 2008, todavia, acarretou em mudanças nessas tendências descritas. Houve uma contração dos financiamentos ofertados pelo setor privado, dado o aumento da incerteza quanto à atividade econômica. Com isso, os bancos públicos, atuando de forma anticíclica, ocuparam esse espaço, ajudando na recuperação da atividade econômica, passada a crise. Nesse período, ganharam destaque os desembolsos do BNDES, detalhados a seguir.

CAPÍTULO III – O Papel do BNDES na Retomada do Crédito do Pós-2003 até 2012.

III.1 - Introdução

Bancos de Desenvolvimento são instituições de difícil definição teórica. Entretanto, uma de suas características inquestionáveis é a de se constituírem como instrumentos de direcionamento de crédito para investimentos de longa maturação. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) não foge a essa regra. Controlado pelo governo federal, está voltado para segmentos específicos do mercado de crédito. Além do financiamento aos já citados investimentos de longo prazo – no seu caso, principalmente ligados à indústria e à infraestrutura –, o Banco também atua visando estimular exportações de bens de elevado valor agregado e operações de mercado de capitais. (TORRES FILHO, 2009)

Como descrito no capítulo anterior, de 2003 até 2008, a economia brasileira voltou a experimentar um novo ciclo de crescimento econômico, decorrente em parte da expansão da formação bruta de capital fixo. Posteriormente, mesmo com o agravamento da crise internacional, o Brasil pouco sofreu em termos de expansão do produto e manteve uma tendência de alta na taxa de investimento. Como grande agente financiador do investimento, o BNDES teve naturalmente um importante papel nesse processo. No entanto, ocorre que o seu desempenho seguiu uma trajetória diferente da do restante do mercado. Em momentos que o mercado contraía a liquidez, tendeu a ampliar sua participação relativa. Quando o mercado de crédito se expandiu, o banco perdeu *market-share*.

Tendo em vista estes aspectos e a atual robustez financeira que o BNDES apresenta, o objetivo deste capítulo final é descrever e analisar o papel adquirido por este banco desde o início da retomada da expansão do crédito em 2003 até 2012, e o respectivo cenário de piora das perspectivas futuras para a economia nacional e mundial. Para isso, será importante primeiramente posicionar o BNDES no mercado de crédito, explicitando a organização da sua política creditícia. Em uma segunda parte, busca-se descrever a evolução da situação patrimonial e das estatísticas operacionais do banco, destacando seus principais setores de atuação. Por fim, descreve-se a contribuição do mesmo na retomada do crescimento do crédito, principalmente com as políticas anticíclicas após a crise internacional, sinalizando a discussão quanto ao que a sua postura afeta o perfil do mercado de crédito de longo prazo no Brasil.

III.2 – O BNDES no mercado de crédito

Como um típico banco de desenvolvimento, o BNDES atua somente em segmentos específicos do mercado de crédito. É o principal instrumento da política de investimentos do governo federal, cujas demandas estão ligadas ao apoio de projetos relacionados com o desenvolvimento econômico e social. Por esse compromisso com o desenvolvimento, ao longo dos anos, o Banco diversificou suas operações. Preservou sua importância mesmo com a estabilização, ao auxiliar nos financiamentos às privatizações e passou atualmente a contribuir também na inserção internacional de empresas brasileiras e na amplificação do mercado de capitais.

Com isso, primeiramente, é importante ressaltar que o BNDES é um banco e não uma agência de fomento. O BNDES não está restrito, como estas, à captação de recursos. É, portanto, uma instituição capaz de mobilizar recursos com liberdade no mercado financeiro e tem no seu *core-business* a intermediação financeira. Mais ainda, detém uma estrutura de capital bastante alavancada, podendo potencialmente influenciar ou ser influenciado pelos efeitos de crises sistêmicas, mesmo não possuindo depositantes.

Assim, a estratégia de atuação do BNDES é pautada por políticas funcionais interdependentes, que envolvem a captação e aplicação de recursos e a consequente operacionalização via produtos e canais de distribuição. (BERGAMINI JR.; GIAMBIAGI, 2005).

No que diz respeito à aplicação, por exemplo, o Banco atua segundo mecanismos diretos e indiretos. O primeiro refere-se à concessão direta de crédito pelo Banco ao devedor final, enquanto o segundo trata-se de um empréstimo feito pelo setor privado, que para isso, conta com repasses do BNDES. Esses mecanismos envolvem vantagens e desvantagens específicas a cada transação. Mas, de forma geral, o lado positivo do BNDES atuar diretamente está associado a sua autonomia decisória quanto à fixação de prazos e condições do financiamento, o que favorece, por exemplo, uma atuação anticíclica ou específica em segmentos normalmente não atendidos pelo mercado privado corrente, como as transações de longo prazo e destinadas às micro, pequenas e médias empresas. Por outro lado, a desvantagem desse tipo de mecanismo é a necessidade de mobilizar montantes de origem fiscal e parafiscal para os financiamentos. (TORRES FILHO, 2009).

Tomando outro exemplo, com a política financeira de captação, isto é, àquela que vai determinar a constituição do *funding* do banco verifica-se uma especificidade, devido ao controle público do Banco. Por contar com recursos garantidos constitucionalmente como os do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), o Banco possui uma estrutura de *funding* relativamente inelástica às diferentes fases dos ciclos do crédito bancário. Com essa garantia e

respectiva flexibilidade de utilização para esses recursos, facilita-se a realização de operações de longo prazo, ao passo que os bancos privados, tendem a ficar restritos a uma estrutura financeira de curto prazo, associada a operações de capital de giro (ARAÚJO, CINTRA, 2011).

Portanto, mudanças no seu papel ao longo do tempo são resultado justamente de alterações nesses três campos, que, aliás, não foram insignificantes nesses últimos anos. Após impulsionar o financiamento às privatizações durante a década de 90, o Banco redirecionou-se para a ampliação do financiamento à infraestrutura. Colaborou em um esforço exportador no início da década atual, tendo novamente se dirigido para uma atuação anticíclica após a crise internacional de 2008. Já no final de 2010, desaqueceu o crédito para evitar uma maior inflação e maiores desconfiças quanto ao regime de metas. Obviamente, essas constantes mutações refletiram na política de crédito da instituição, ou seja, na escolha de públicos-alvo e de condições para as contratações de operações de crédito. Com isso, mudaram-se também as formas pelas quais o Banco viabilizava o equilíbrio entre captação e aplicação, de modo que novos produtos e canais de distribuição fossem implementados. De uma forma geral, a partir desses movimentos houve um aumento de seus desembolsos e da sua importância no mercado de crédito de longo prazo, principalmente no que tange ao financiamento aos investimentos.

Assim, como mostra o gráfico 9, o BNDES atingiu uma robustez financeira nunca antes alcançada, tendo chegado ao seu recorde histórico de desembolsos em 2010. Para chegar a este estágio, contribuiu em primeiro lugar a estabilidade das suas fontes de financiamento em termos de prazo e custo, o que explica a já citada inelasticidade da sua estrutura de *funding* em momentos de crise econômica. Com a promulgação da constituição de 1988, o Banco passou a receber fundos compulsórios do FAT, que constituem um importante item do seu passivo.

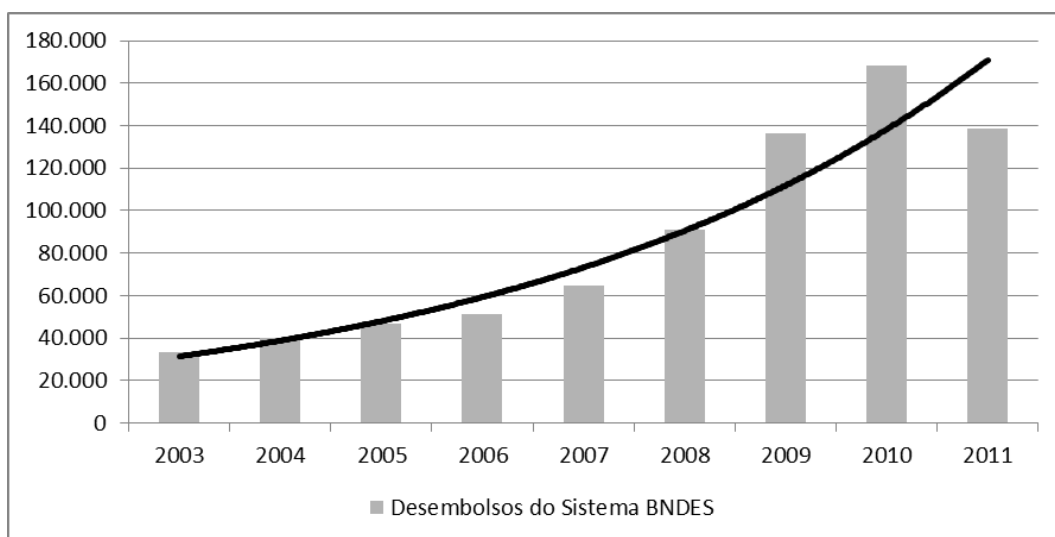
“Para o BNDES, a promulgação do texto constitucional significou uma mudança no padrão do seu fluxo de recursos, que passou a ser mais regular, permitindo um melhor planejamento e atendimento das demandas por crédito de longo prazo da economia brasileira. A natureza compulsória do FAT Constitucional configurou-o como fonte automática e segura de recursos para o BNDES.” (M.PROCHNIK; V.MACHADO, 2008, p.14-15).

Em um segundo ponto, foi fundamental a qualidade da carteira da instituição. Dada a sua predominância no segmento de longo prazo, seus maiores credores são instituições financeiras e grandes investidores, tipicamente dos setores de indústria e infraestrutura, que já se relacionam com o Banco estavelmente há alguns anos (TORRES FILHO, 2009). Nesse

sentido, contribuiu também a redução da taxa de juros de longo prazo (TJLP), que seguiu movimentos diferentes e permaneceu menor do que a taxa SELIC. Isso se justifica, pois, generalizando, nas operações diretas do Banco, o custo dos financiamentos é composto pelo somatório do Custo Financeiro, cujo maior exemplo é a TJLP (remuneração do BNDES pelo seu papel de instituição financeira) e a Taxa de Risco de Crédito, que varia em função do tomador do financiamento. Para as operações indiretas, é ainda necessário incluir a taxa de intermediação financeira, que reflete o risco sistêmico das instituições financeiras credenciadas e também a remuneração destas pelo risco de crédito incorrido. Assim, o custo financeiro básico de grande parte dos empréstimos do BNDES ao se distanciar do custo de captação da média do mercado constituiu importante fonte de financiamento. (LUNDBERG, 2011)

Em termos nominais, os desembolsos anuais de 2011 equivalem a mais do que o quádruplo dos desembolsos realizados no início do novo ciclo de crédito em 2003. No entanto, a tendência de expansão do mercado foi relativamente generalizada e se deu em um ambiente de expansão do PIB, como já descrito no segundo capítulo. Isso implica que para analisarmos a evolução da posição do Banco no mercado de crédito, devemos considerar não só um indicador da proporção dos desembolsos do Banco em relação ao PIB, como também das razões entre o total do crédito e o PIB e entre o crédito do BNDES e o crédito total da economia.

Gráfico 9: Desembolsos do BNDES – (2003-2011) (Em R\$ Milhões)

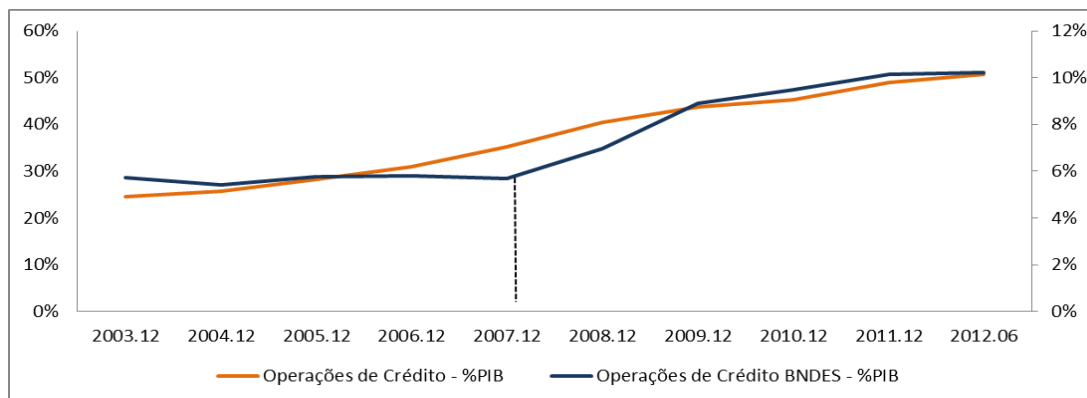


Fonte: Elaboração própria a partir de Séries Temporais BACEN

Observando a proporção crédito/PIB, no gráfico 10, percebe-se uma trajetória ascendente e relativamente contínua durante todo o período. De 24,6% em 2003, chega-se a 50% em 2012. Entretanto, se nos restringirmos ao crédito somente do BNDES, torna-se mais

interessante e necessário separar os dados em duas tendências diferentes. Na primeira fase do *boom* do crédito, puxada pelo sistema financeiro privado e que durou até a explosão da crise financeira em 2008, as operações do Banco permaneceram mais ou menos constantes em torno de 5,7% do PIB. Após esse período, há uma aceleração dos desembolsos do Banco, de modo que do início de 2008 até a metade de 2012, a razão tenha ido de 5,71% até 10,22%.

Gráfico 10: Crédito Total/PIB x Crédito BNDES/PIB (2003-2012)

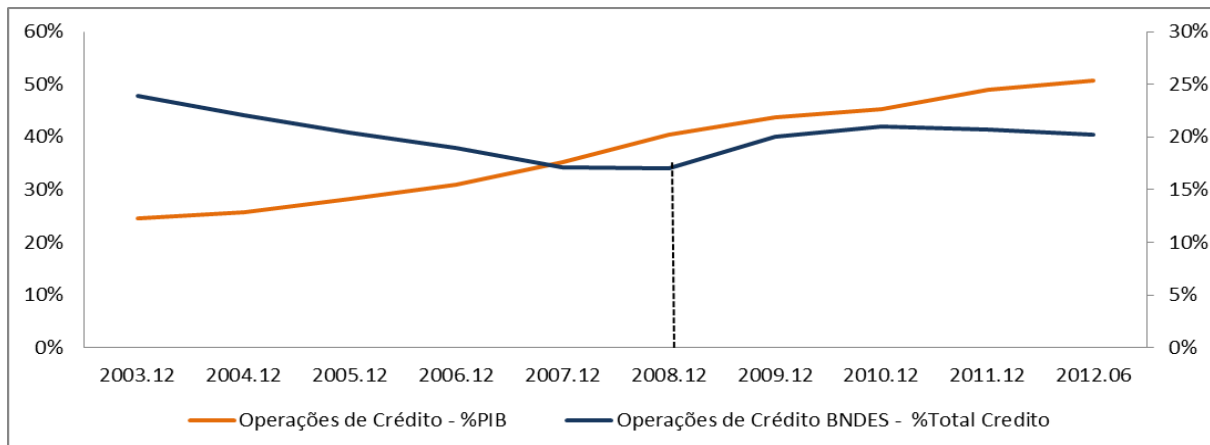


Fonte: Elaboração própria a partir de Séries Temporais BACEN

Utilizando a participação do BNDES no total do crédito, verifica-se que mesmo com o contínuo crescimento das suas operações, de 2003 a 2008, o Banco cresceu abaixo do resto do mercado, como explicitado no gráfico 11. Assim, teve uma perda de *market-share*, encolhendo de 23,95% em 2003 para 17,05% em 2008. Todavia, é fundamental perceber que, a partir desse momento, houve uma reversão nessa orientação. A crise se fez acompanhada de uma retração do crédito privado, que teve assim seu espaço preenchido pelos bancos públicos, numa clara iniciativa de política anticíclica do governo. Mesmo assim, a participação de mercado atual do BNDES é inferior à anterior ao início do ciclo de crédito, tendo alcançado em 2012, 20,19% frente aos 23,95% de 2003. Então, é importante destacar que o comportamento do crédito do BNDES não está correlacionado com a tendência do resto do mercado. Especificamente, o ritmo de crescimento é bem diferente tanto na fase de subida quanto na de descida do ciclo do crédito total. Já em momentos anteriores a esse período, como, por exemplo, durante a crise no início dos anos 2000, onde incentivou a demanda por crédito às exportações e no final de 2010, quando precisou desaquecer o crédito, para evitar uma aceleração inflacionária, o Banco aumentou sua participação de mercado nas fases mais contracionistas do crédito bancário e diminuiu nas fases mais expansionistas. (TORRES FILHO, 2009) Ou seja, um dos papéis que essa instituição vem exercendo ao longo dessa última década é o de estabilizador do mercado de crédito nacional. Ao ocupar o vazio deixado pelo setor privado em cenários de menor liquidez, atendendo a crescente demanda por crédito, o Banco exerce uma política anticíclica.

“A ação do Banco, nesse particular, é basicamente dar continuidade aos projetos em curso e, principalmente, evitar que uma escassez de fundos de longo prazo venha a se tornar um elemento adicional de desaceleração do investimento.” (TORRES FILHO, 2009, p.50)

Gráfico 11: Crédito Total/PIB x Crédito BNDES/Crédito Total (2003-2012)



Fonte: Elaboração própria a partir de Séries Temporais BACEN

III.3 – Comparativo Patrimonial

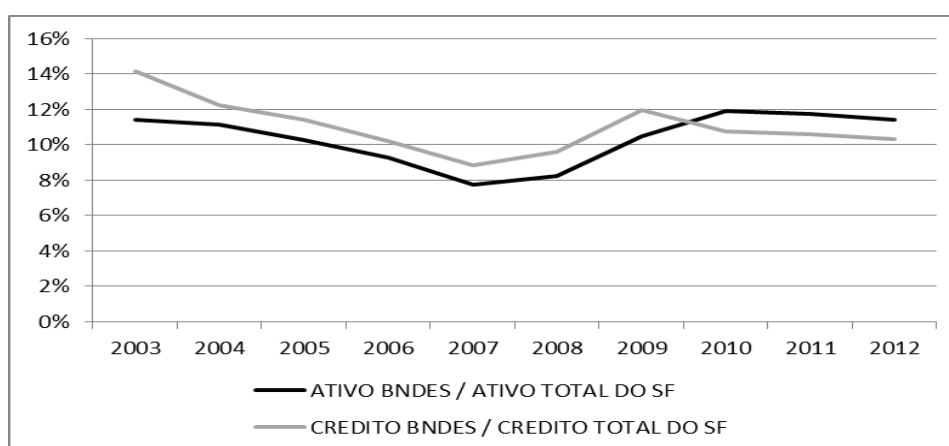
Em função do descrito aumento das suas operações no pós-2003, é interessante detalhar como se comportaram as principais contas do ativo e do passivo do Banco, principalmente se comparadas com o total do mercado e em que tipo de perfil os financiamentos ficaram concentrados.

Considerando primeiramente a conta de Operações de Crédito e Arrendamento Mercantil do ativo, dada a sua relevância para o objetivo da monografia, percebe-se que de 2003 até 2012, cresceu em média 17% por ano. O ano de maior crescimento foi o de 2009, com 47,3%, o que é perfeitamente compatível com o aumento descrito do ritmo de crescimento dos desembolsos do Banco após a crise de 2008. De fato, de 2003 até 2008, a ampliação dessa conta se deu em níveis bem tímidos, ficando praticamente estagnada entre 2003 e 2004. Em média, manteve menos de 10% de crescimento ao ano até a inflexão iniciada na crise. A partir de então, o crescimento médio até 2012 foi de 25% a.a., sendo a maior parte concentrada justamente em 2008 e 2009, anos mais agudos de deterioração das expectativas, o que exigiu, portanto, a ocupação do espaço vazio deixado pelo setor privado. Há mais uma vez essa sinalização quando observada a mesma conta no consolidado do sistema financeiro. Ratificando a perda de *market-share* do BNDES com o início do novo ciclo de *boom* do crédito, a proporção do Banco nesse item no consolidado também caiu e não voltou ao nível inicial, mesmo com a guinada pós-crise. Assim, em 2003 este indicador de mercado apontava que 14,16% das operações de crédito e de arrendamento mercantil do sistema financeiro eram

do BNDES, chegando a 8,86% em 2007. Nos dois anos seguintes, que são os de maior disparidade de comportamento, o índice chegou 11,95%, mas desde então está em leve queda, permanecendo por volta de 10,5%. Ou seja, atesta-se novamente a expansão contínua das atividades de financiamento do Banco, mas ressaltando diferentes ritmos e posições relativas com o resto do mercado, tendo como marco a crise de 2008. Adicionalmente, o crescimento médio das operações de crédito do sistema financeiro como um todo de 2003 até 2008 foi de 20,7%, mais do que o dobro da conta individual do Banco. Destaca-se o fato de que, por um lado, de 2003 para 2004 esta conta tenha ficado praticamente estagnada no caso do BNDES, enquanto que para o consolidado tenha se expandido em 16%. Por outro, é notável que justamente 2009, o ano de maior crescimento desse item do ativo do BNDES (47,3%) tenha sido justamente o de menor ampliação do sistema financeiro como um todo (18,6%).

Analisando o ativo como um todo, é possível perceber pelo gráfico 12 que o seu comportamento esteve, em sua maioria, correlacionado ao da conta de operações de crédito. No momento de menor expansão dos financiamentos do BNDES, o seu ativo também se ampliou menos que proporcionalmente ao restante do mercado, diminuindo a participação relativa do ativo do Banco no ativo do total do sistema financeiro. Analogamente, com a reversão de tendência dos empréstimos, os bens e direitos do Banco como um todo também se ampliaram mais rapidamente, recuperando essa participação no consolidado. Nesse ponto, é importante ressaltar que ao contrário da conta específica de créditos, a retomada foi mais contínua, tendo alcançado em 2012 o mesmo percentual de 2003, 11,4%.

Gráfico 12: Ativo BNDES/Ativo Consolidado do SF X Op. de Crédito e Arrend. Merc.
BNDES/ Consolidado do SF (2003-2012)



Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN

Há algumas diferenças entre o BNDES e o agregado do sistema financeiro, no que tange à composição do ativo, como é possível observar a partir dos dados da tabela 11. Primeiramente, os maiores componentes do ativo do Banco de desenvolvimento são as

relações interfinanceiras e as operações de crédito e arrendamento mercantil. Constituem os repasses a outras instituições financeiras e a atuação direta do banco no mercado de crédito, respectivamente. Desde 2003, todavia, as primeiras foram progressivamente perdendo importância no total do ativo do Banco. Passaram de 49,8% no ano inicial, para 35% em 2012. Por sua vez, os financiamentos, seguiram uma trajetória inicialmente estável (em torno de 38%), com uma breve expansão partir de 2008. No entanto, após o surto de 2008 e 2009, esse item perdeu ligeiramente participação, evidenciando que a expansão dos financiamentos do Banco se deu em um contexto de aumento ainda mais intenso de seus ativos. Nesse cenário, a conta de Títulos e Valores Mobiliários (TVM) e de Instrumentos Financeiros e Derivativos ganhou importância, sobretudo após 2008 com iniciativas de fomento do mercado de capitais via amplificação da BNDESPar, subsidiária gestora de ativos financeiros do Banco. Com isso, sua participação, mesmo volátil, saiu de 4,8% em 2003 para 13% em 2012. No mesmo período, o Banco também aumentou seu ativo permanente, chegando a 13,7%, apesar da volatilidade no período, devido ao início da marcação a mercado das participações acionárias do BNDES. (LAMENZA, PINHEIRO, GIAMBIAGI, 2011).

Já quanto ao sistema financeiro como um todo, destaca-se a maior diluição do ativo, que pode refletir a multiplicidade de atuações das instituições que o compõe. Mesmo assim, há um item destacado, inclusive tendo essa característica acentuada ao longo do tempo. Esta posição da conta de Operações de Crédito e Arrendamento Mercantil confirma a retomada do crescimento nesse mercado. Como contrapartida a essa tendência, houve queda na conta de TVM e Instrumentos Financeiros e Derivativos, que perdeu um terço da sua participação de 2003 até 2012.

Tabela 11: Composição Ativo BNDES x Ativo Sistema Financeiro – 2003 e 2012

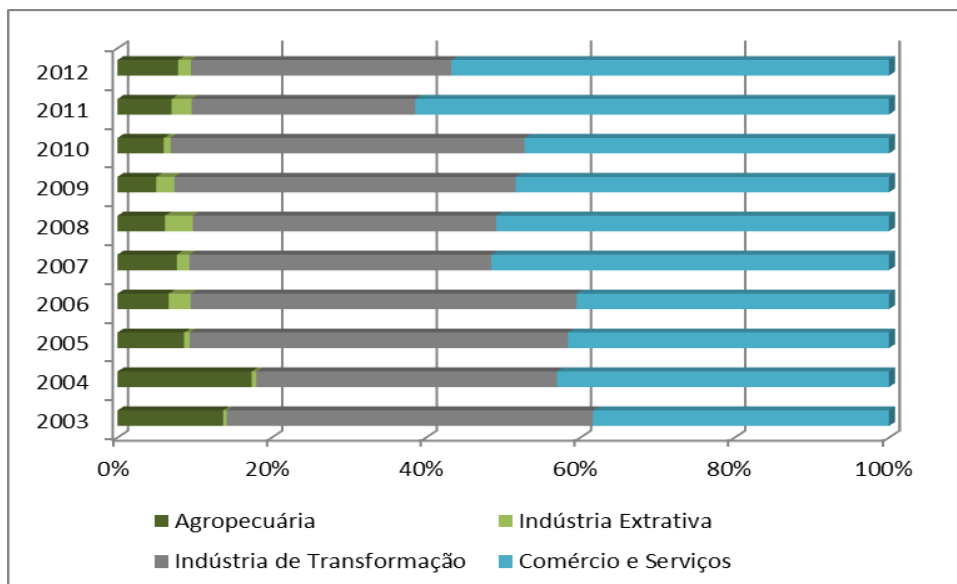
Conta do Ativo	BNDES		Total do Sistema Financeiro	
	2003	2012	2003	2012
TVM e Instrumentos Financeiros Derivativos	4,8%	13,0%	27,6%	18,4%
Relações Interfinanceiras	49,8%	35,0%	13,5%	11,7%
Aplicações Interfinanceiras	-	-	12,4%	12,6%
Oper. Créd. e Arrend. Mercantil	38,1%	35,5%	30,7%	39,2%
Outros	7,2%	15,2%	15,7%	18,1%

Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN

Entrando detalhadamente nos desembolsos, é possível observar no gráfico 13, a partir de uma ótica de setor de destino, em primeiro lugar, que o financiamento à indústria de transformação foi predominante até 2007 e também bastante impulsionado durante 2009 e 2010, anos de aguda recuperação. Entretanto, em termos de composição de mercado, emergiu nesse período o crédito aos setores de comércio e serviços. Atualmente é o setor que mais recebe verbas do BNDES, o que evidencia sua participação no novo ciclo de crescimento

econômico brasileiro. O financiamento à agropecuária, por sua vez, envolveu, em todos os anos, praticamente o mesmo montante de verbas na primeira parte do ciclo de crédito, o que acarretou numa perda da sua participação relativa nas operações do Banco. Todavia, a partir da inflexão em 2008, o seu ritmo de crescimento se equiparou ao dos outros destinos, evitando uma perda maior.

Gráfico 13: Composição Desembolsos BNDES por Setor –(2003-2012)



Fonte: Elaboração própria a partir de BNDES

Um segundo corte de dados que vale a pena ser descrito é o de porte da empresa. Afinal, um dos papéis de um banco de desenvolvimento pode ser o de fornecer crédito para aquelas empresas que não são normalmente atendidas pelo mercado privado. Assim, empresas maiores, sendo investimentos menos arriscados para os bancos, em geral, já normalmente são atendidas por uma oferta de fundos de longo prazo e não seriam, a uma primeira vista, prioritárias. No entanto, mesmo assim, essas empresas se valem das condições favoráveis oferecidas pelo BNDES e do elevado grau de preferência pela liquidez do setor privado e acabam recebendo a maior parte dos desembolsos dos bancos. É bem verdade também que operações com empresas maiores tendem a envolver verbas maiores, podendo haver, portanto, um efeito estatístico enganoso nessa argumentação. De qualquer forma, houve uma ligeira tendência de queda na participação desse porte de empresa no pós-2003. De 70,11% dos desembolsos, em 2003, passaram para 57,7% em 2011. Como contrapartida, existiu principalmente uma retomada do papel das micro empresas, a partir da implementação de medidas de democratização do crédito em 2010, como o Cartão BNDES, chegando a 16,77% em 2011.

Um último quesito de desembolso é a separação por modalidade. O BNDES, ao longo do tempo foi diversificando seus segmentos de atuação, o que, como já dito, implicou em diferentes programas de oferta de financiamentos. Um breve resumo dos principais produtos é apresentado no quadro 1 abaixo.

Quadro 1: Principais Produtos do Sistema BNDES

Produto	Descrição
Finem	Financiamentos a projetos de investimento de valor superior a R\$ 10 milhões.
BNDES Automático	Financiamento a projeto de investimento de valor até R\$ 20 milhões, caso o cliente seja micro, pequena, média ou média-grande empresa, ou até R\$ 10 milhões, se o cliente for uma grande empresa.
Finame	Financiamentos para a produção e aquisição de máquinas e equipamentos novos.
Exim	Financiamentos destinados tanto à produção e exportação de bens e serviços quanto à comercialização destes no exterior.
Cartão BNDES	Crédito rotativo pré-aprovado, destinado a micro, pequenas e médias empresas e usado para a aquisição de bens e insumos
Mercado de Capitais	O Banco opera como subscritor de valores mobiliários - papéis como ações e debêntures de empresas de capital aberto ou que, no médio prazo, possam ingressar no mercado de capitais - incluídas aí, operações de internacionalização, de reestruturação de empresas competitivas, fusões e incorporações.

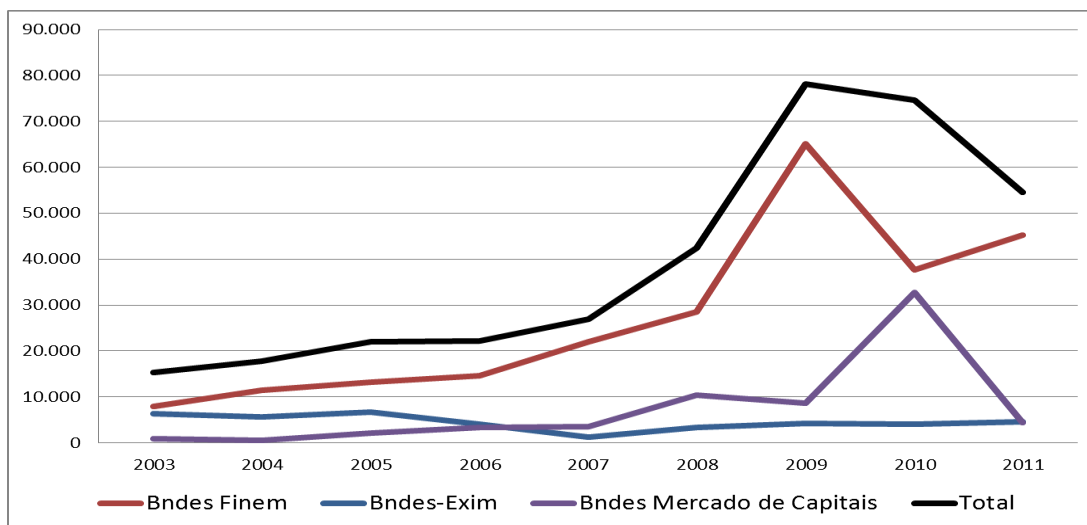
Fonte: BNDES

Nesse ponto, é importante separar a evolução das modalidades entre as atuações direta e indireta (via repasses). As operações indiretas estiveram sempre em maior volume (com a exceção de 2009), correspondendo a 54,3% das totais em 2003 e 60,7% em 2011. Enquanto isso, os desembolsos diretos estavam em 45,7% e 39,3%, nos respectivos períodos. Ressalva-se que o comportamento descrito é em termos relativos de proporção em relação ao total dos desembolsos. Como já explicitado, os desembolsos do Banco cresceram de forma praticamente contínua no pós-2003. Ocorre que da mesma forma que a participação do BNDES no crédito depende da conduta dos outros componentes do mercado, o percentual relativo de cada programa de financiamento do Banco depende da atuação das outras modalidades.

Nos primeiros anos da década, com uma atuação anticíclica baseada em um esforço exportador para combater as desconfianças em torno dos emergentes, os desembolsos diretamente aplicados pelo Banco foram amplificados na modalidade BNDES-Exim. No entanto, o gráfico 14 mostra que, a partir de 2003, com a melhora no ambiente externo e interno, esta foi perdendo relevância pouco a pouco para os financiamentos do Finem (superiores a R\$10mi) e para a atuação do Banco no fortalecimento do Mercado de Capitais. A tendência não se alterou muito de 2008 até os dias de hoje, de modo que os desembolsos do primeiro tenham correspondido a 82,78% do total das operações diretas em 2011, enquanto os do segundo a 8,2%. Como observações, é importante lembrar que, em 2010, houve forte desembolso no Mercado de Capitais, fruto de auxílio na capitalização da Petrobras e que os

recursos de 2011 são menores que os de 2010, por estarem inseridos na estratégia do Banco de ajudar no controle da inflação.

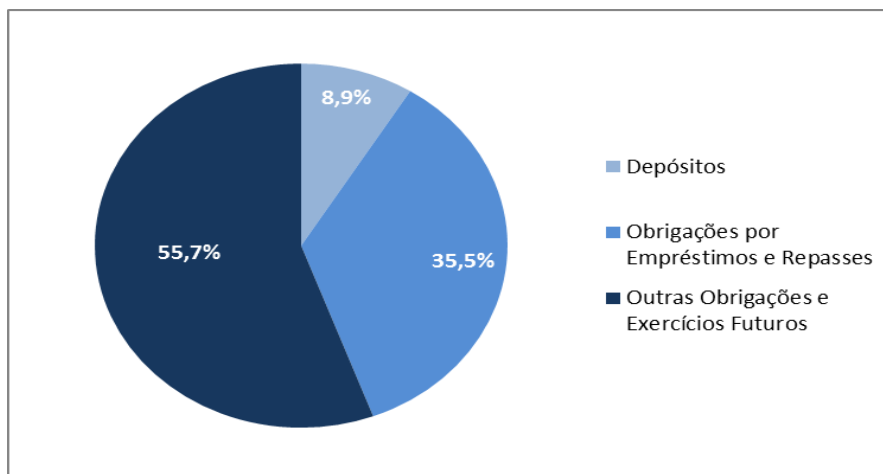
Gráfico 14: Desembolsos Diretos do BNDES – (2003-2011) (Em R\$ Milhões)



Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN

Quanto aos desembolsos indiretos, além da redução da modalidade de crédito para máquinas e equipamentos agrícolas (Finame Agrícola), também se observa a queda na participação do financiamento às importações e exportações (Exim), que representavam, até 2006, grande parte desses desembolsos. Em outra ponta, ratificou-se o papel de principal componente desse tipo de operação para os financiamentos a novas máquinas e equipamentos e destacou-se o surgimento do Cartão BNDES, como importante instrumento de democratização do crédito, já alcançando 9% dos desembolsos indiretos do Banco em 2011.

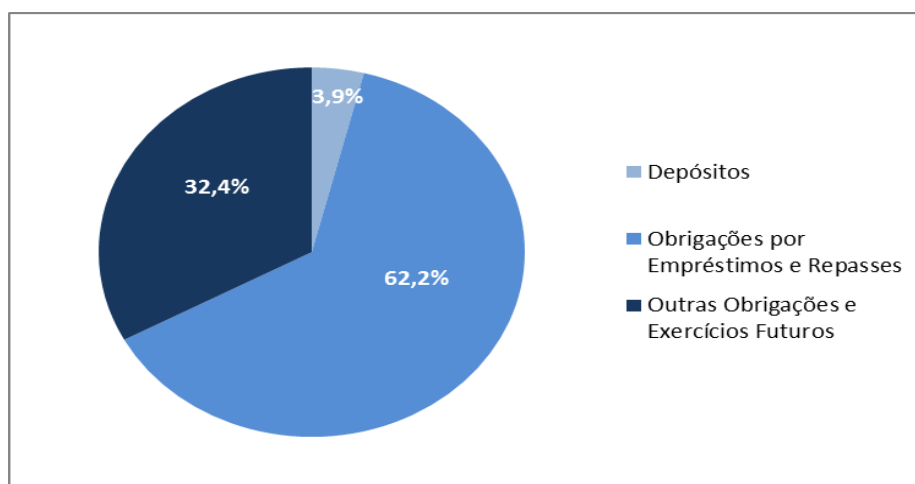
A partir do passivo, é possível perceber uma grande diferença entre o BNDES e a média das instituições do sistema financeiro brasileiro. Como o primeiro não é um banco comercial, ele não se trata de uma instituição depositária. Suas obrigações não envolvem majoritariamente, portanto, depósitos a vista do público. Ao contrário, são recursos, em sua maioria, constitucionalmente garantidos oriundos do FAT e captações junto ao Tesouro Nacional. Na verdade, mais especificamente, durante quase todo o período seguinte à estabilização, como fica claro no gráfico 15, que mostra a composição do passivo do Banco em 2003, a maior fonte de *funding* do BNDES se deu via os recebimentos compulsórios de recursos fiscais e para-fiscais como os do FAT. Na época, isso representou uma maior regularidade no fluxo de recursos do Banco, permitindo um melhor atendimento das exigências ao financiamento ao investimento.

Gráfico 15: Composição do Passivo BNDES -2003

Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN

Por outro lado, desde 2003, com o aumento do salário mínimo e da formalização da economia - e seus desdobramentos sobre os gastos com seguro-desemprego – as despesas do FAT entraram em elevação, apesar do aumento da carga tributária. Com isso, houve uma reversão de sinal na contribuição da parte dos recursos dependente das necessidades desse fundo. Houve então um *gap* na estrutura patrimonial do BNDES, que foi preenchido com aportes do Tesouro Nacional, de motivação anticíclica. Por isso, essa tendência foi acentuada justamente a partir de 2008, quando o Banco passou a se defrontar com um cenário de maior aplicação de recursos, com *spreads* menores e prazos mais elevados. Assim, o crescimento na conta onde estão inclusas estas operações foi de 349% de 2008 até 2011.

Com um cenário externo desfavorável para financiamentos e o agravamento dos conhecidos problemas de desenvolvimento da oferta voluntária privada de créditos a prazos mais longos, justifica-se então o aumento da importância da conta de Obrigações por Empréstimos e Repasses, que detém as injeções do Tesouro e a ligeira queda na participação no ativo da conta Outras Obrigações e Exercícios Futuros, onde estão inclusos os recursos do FAT. (GIAMBIAGI, RIECHE, AMORIM, 2009). A segunda representava 55,7% do total do Passivo em 2003 e passou a representar 32,4% em 2011, como atestado no gráfico 16. A primeira conta, por sua vez, de 35,5% saltou para 62,2% de participação.

Gráfico 16: Composição do Passivo BNDES -2011

Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN

Para efeitos de comparação, pouco se alterou no total do sistema financeiro no período analisado. A conta de maior importância foi durante todo o período, naturalmente, a de Depósitos, dado o tamanho que os bancos múltiplos comerciais assumiram nos últimos tempos. Em 2º lugar, aparece justamente a conta de Outras Obrigações e Exercícios Futuros, convergindo em participação lentamente à de Captações no Mercado Aberto. Assim, observando a participação das destacadas contas no consolidado do sistema financeiro, na tabela 12, ratifica-se primeiramente o caráter distinto dos bancos comerciais do BNDES, na medida em que seus depósitos corresponderam a, em média, 2,4% do consolidado no período. Ainda, atesta-se que a expansão das injeções do Tesouro foi dada predominantemente no BNDES, aumentando assim o peso da conta individual de Obrigações por Empréstimos e Repasses no total do sistema financeiro para 42,6% em 2011. Analogamente, dada a importância dos recursos do FAT para o BNDES, sua redução relativa acarretou numa perda de participação líquida no agregado, saindo de 29,3% para 18,8%.

Tabela 12: Passivo BNDES / Passivo Sistema Financeiro – 2003, 2008 e 2011.

Conta do Passivo	2003	2008	2011
Depósitos	2,5%	2,4%	1,2%
Obrigações por Empréstimos e Repasses	27,6%	22,1%	42,6%
Outras Obrigações e Exercícios Futuros	29,3%	17,7%	18,8%

Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN

Depois de descrever os principais movimentos da estrutura patrimonial do BNDES, com relação ao passado e ao SFB como um todo, torna-se então, necessário saber como evoluiu o lucro líquido da instituição nesse período. Assim, é notório que justamente após a crise financeira, quando alcançou recorde de desembolsos, o Banco teve seus melhores resultados. Após sofrer alguma turbulência no ano inicial da crise, houve aumento de 410%

do lucro líquido de 2008 para 2009. Mesmo assim, em 2010, com o nível recorde de desembolsos, aumentou-se ainda mais 5,1% o resultado positivo. Por mais que o desempenho de um banco público deva ser avaliado por indicadores mais abrangentes que o resultado do exercício, fica claro que o impulso anticíclico dado não comprometeu esse termômetro de qualquer atividade de mercado.

Enfim, a ocupação do BNDES do espaço do mercado de crédito desinteressante ao setor privado esteve correlacionada a algumas mudanças na sua estrutura patrimonial. Verificou-se um aumento significativo nos seus desembolsos, traduzido na expansão do seu ativo e possibilitado por um passivo que teve decréscimo da participação do FAT e fortes empréstimos do Tesouro a partir de 2008. Com isso, aumentou-se a parcela do *funding* associada ao Tesouro Nacional, numa clara indução a iniciativas anticíclicas, que ajudariam a manter a atividade econômica nacional aquecida.

Nesse contexto de ampliação de suas atividades e de sua participação, emerge um debate quanto ao futuro do Banco e quanto ao seu poder de influenciar o comportamento do resto do mercado. Assim, na parte final, será tentado explicitar como o BNDES contribuiu na retomada do crescimento econômico em geral e do mercado de crédito, não representando uma concorrência ao sistema financeiro privado. O ponto de partida tratado é que, em grande parte, seu desempenho não seguiu uma linha antagônica e prejudicial ao crescimento do resto do mercado, pois o segmento em que atua é delimitado, específico e diferente daquele em que atuam os outros bancos.

III.4 – A Discussão Sobre o Papel do BNDES.

O BNDES desempenhou ao longo da última década, juntamente com outros bancos públicos, uma importante função anticíclica no mercado nacional de crédito. A necessidade dessa atuação justificou-se pelo fato de os agentes econômicos tomarem decisões de acordo com as suas expectativas de rentabilidade das carteiras de ativos e de desempenho previsto para a atividade econômica. Especificamente, o mercado em que o Banco atua é marcado por sua volatilidade, derivada da existência de riscos de crédito, liquidez, juros e câmbio inerentes ao fornecimento de crédito e também à existência de uma constante incerteza quanto ao futuro das economias. Mais ainda, o financiamento ao investimento constitui uma atividade que normalmente envolve volumes e prazos maiores, o que implica em riscos e incertezas também mais elevados, dificultando ainda mais a oferta privada desse serviço financeiro. Por esses motivos, a oferta de crédito dos bancos privados responde normalmente de forma pró-cíclica ao comportamento da economia. Como espelho dessa lógica de atuação está o grau de

preferência pela liquidez. Em momentos de expansão da renda e do emprego, por exemplo, os agentes ficam mais otimistas e ele diminui, havendo uma ampliação dos financiamentos.

Sendo assim, o BNDES funcionou como um estabilizador aos ciclos característicos do mercado de crédito. O passivo do Banco, dada a sua composição majoritária de desembolsos do Tesouro Nacional e de relativamente estáveis recursos do FAT, tem a inelasticidade necessária para que o ciclo de crédito não impacte a sua oferta de financiamentos. É, portanto, ao dar continuidade a projetos que poderiam ser prejudicados com a escassez de fundos de longo prazo, levando conseqüentemente a uma desaceleração ainda maior do investimento em fases contracionistas, que se dá a atuação anticíclica do BNDES. Foi assim em 2002, quando os bancos privados estrangeiros suspenderam o crédito às exportações, diante do aumento do risco Brasil e da desconfiança político-eleitoral e novamente em 2008, com o agravamento da crise internacional e conseqüente restrição de liquidez e do crédito. Nesses ambientes de incerteza, contraiu-se o crédito privado, com os bancos públicos e o BNDES, em particular, preenchendo o vazio, de modo a sustentar o nível de atividade.

Entretanto, essa atuação não esteve livre de críticas, tendo em vista que o aporte de recursos públicos do Tesouro Nacional foi fundamental para minimizar a queda na atividade econômica. Ao fornecer empréstimos ao Banco de forma subsidiada a partir da TJLP, o Governo teria gerado efeitos negativos sobre as contas públicas, prejudicando a obtenção de *superávits* fiscais. A taxa de juros paga pelo Tesouro para captação no mercado seria superior àquela emprestada ao BNDES, o que geraria uma ineficiência. Ocorre que, como vimos, a injeção do Tesouro foi acompanhada de um aumento dos lucros do Banco, que podem retornar como dividendos para o Governo. Fora isso, com a manutenção do financiamento à economia brasileira, minimizaram-se os impactos sobre o emprego e a renda, gerando externalidades positivas em termos de arrecadação e também possibilitando uma recuperação mais rápida da crise.

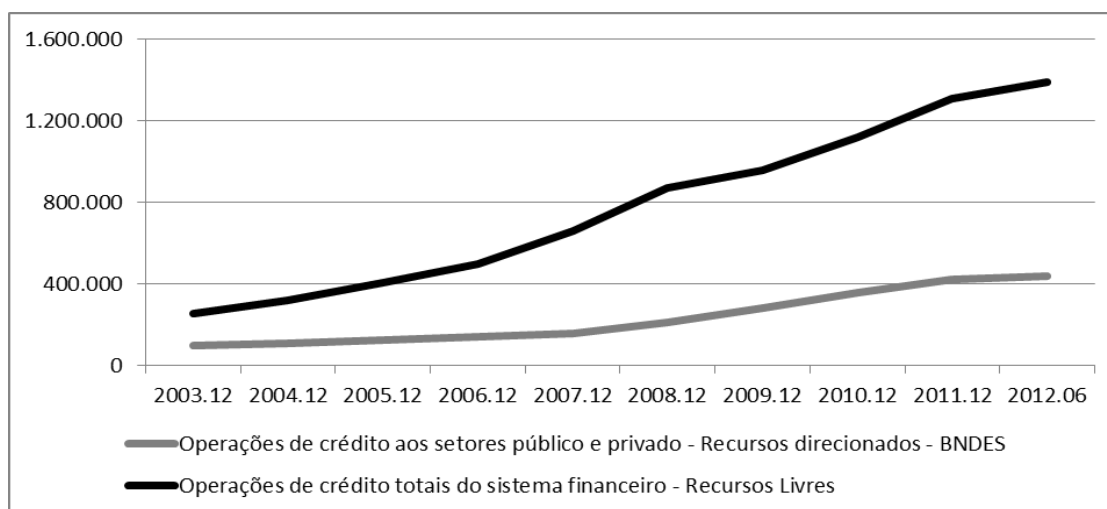
Por outro lado, a principal motivação da criação e da existência do BNDES sempre foi a de preencher a lacuna do financiamento de longo prazo na economia brasileira. O debate quanto aos atuais porte e escopo do Banco, todavia, passa pela indagação de um dos lados do debate de que a atuação do BNDES, na verdade, desestimula o surgimento de alternativas privadas nesse segmento. O Banco, ao contrário de contribuir, inibiria o desenvolvimento do mercado de crédito de longo prazo. Suas vantagens em relação aos bancos privados gerariam distorções na provisão de *funding* de longo prazo. Quando aumenta seus desembolsos, a instituição, segundo esta ótica, impede a participação de competidores privados, por fornecer financiamentos subsidiados artificialmente, graças à composição do seu passivo, dificultando a equiparação de condições pelo setor privado. Os recursos do FAT, por serem remunerados a

uma taxa inferior à taxa básica de juros, representariam uma transferência de riqueza dos trabalhadores para os empresários. Ou seja, a correção do gargalo do crédito de longo prazo passaria pela diminuição do tamanho relativo da instituição, pela eliminação da arbitragem que hoje beneficia os clientes do Banco, que captam a uma taxa menor do que aplicam e, no mínimo, pelo fim dos repasses do FAT ao Banco. Com isso, elevar-se-ia a taxa básica de juros de empréstimos do Banco (TJLP), eliminando assim a distorção na oferta de créditos de longo prazo.

Do outro lado do embate, critica-se a proposta de redução do Banco, primeiramente, pelo fato de impedir o governo de usar a TJLP como instrumento de incentivo ao investimento e à alocação diferenciada de recursos de longo prazo. (TORRES FILHO, 2005). Mais ainda, reconhece-se uma crônica deficiência do SFB em privilegiar as aplicações de curto prazo, devido à sua dificuldade de mobilizar recursos e ao elevado grau de preferência pela liquidez. Com isso, argumenta-se que o sistema financeiro privado tende a comportar-se de forma pró-cíclica e que a existência de instituições financeiras públicas sólidas pode suavizar e estabilizar as flutuações do mercado de crédito e, conseqüentemente, da economia como um todo. Assim, a atuação do BNDES não exclui, mas apenas ocupa o histórico vazio do sistema privado nas operações de longo prazo.

Analisando a evidência empírica, observa-se que o período do pós-2003 foi marcado por um crescimento contínuo da relação crédito/PIB. Nesse ambiente, tanto os desembolsos do BNDES como dos recursos livres privados foram expandidos, apesar da distinção de ritmo em duas fases, com a crise de 2008 como ponto de inflexão. Até meados de 2008, com maior otimismo em relação à atividade econômica, o Banco perdeu *market-share*. No entanto, como a participação no mercado é um conceito relativo, essa diminuição não foi fruto de uma redução dos desembolsos em termos reais do Banco. Na verdade, o que aconteceu foi somente que as operações de crédito do setor privado aumentaram mais rapidamente que os desembolsos direcionados do BNDES, como atestado no gráfico 17.

Com a deterioração das expectativas quanto a possíveis impactos da crise, a partir de 2008, aumentou-se o grau de preferência pela liquidez dos agentes privados. O crédito via recursos livres desacelerou e o BNDES foi induzido pelo Governo a aumentar seus desembolsos. Assim, a tabela 13 mostra que os anos seguintes de 2009 e 2010 foram marcados por um breve aumento do tamanho relativo da instituição no mercado. Entretanto, passada a desconfiança e as incertezas, o crédito privado reagiu e voltou a se ampliar num ritmo igual ou superior ao do BNDES. Com isso, a participação de mercado do Banco voltou a cair e encontra-se em um nível inferior ao que era antes do início do ciclo de crédito em 2003.

Gráfico 17: Operações de Crédito: Recursos Livres x BNDES (2003-2012)

Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN

Ou seja, o importante a ser enfatizado é que não houve um aumento relativo do BNDES no recente ciclo de crédito. A ampliação dos desembolsos do Banco esteve inserida num contexto de amplificação de todo o mercado, em geral. A mera ampliação das operações do BNDES não acarretou em um desincentivo e em diminuição dos financiamentos privados, pois estes inclusive aumentaram em maior magnitude.

Tabela 13: Operações de Crédito do BNDES - %Total Crédito (2003-2012)

Ano	%
2003	23,95
2004	22,06
2005	20,44
2006	18,97
2007	17,09
2008	17,05
2009	20,01
2010	20,97
2011	20,68
2012.6	20,19

Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN

Ao longo da última década, de forma geral, o crédito foi ampliado, após permanecer alguns anos estagnado. As operações livres constituíram a maior fonte para a retomada da expansão do crédito nessa primeira etapa, atendendo às crescentes demandas de um período de crescimento econômico. Assim, nos anos iniciais do ciclo de crédito, apesar de acompanhar a tendência de aumento das operações, o BNDES o fez em um ritmo menos acelerado, pois o mercado privado, por si só, conseguia atender bem as necessidades dos agentes econômicos. Por isso, mesmo perdendo participação de mercado, a razão entre as operações do BNDES e o PIB manteve-se estável primeiramente. O sistema financeiro

privado, por sua vez, operando em uma conjuntura favorável, naturalmente expandia as suas operações de crédito, pois valorizava mais o retorno extra que pretendia obter do que a contrapartida de maior exposição aos riscos característicos dessas transações. Entretanto, com o aumento do pessimismo em relação ao cenário internacional, houve um aguçamento das percepções de risco, levando a uma reversão da alocação de recursos do setor privado e a uma consequente retração das operações via recursos livres. Isto posto, é importante ressaltar, então, que as operações de crédito do setor privado tenderam a seguir um comportamento na mesma direção dos ciclos econômicos. No cenário de 2003 à metade de 2008, de expansão do emprego e da renda, houve uma correspondente expansão no crédito privado. Por outro lado, em uma situação de maior pessimismo e de redução do crescimento econômico, como era o caso na crise de 2008, houve uma diminuição nos financiamentos de origem privada.

Dessa forma, tornar-se-ia importante, dado o viés Keynesiano da equipe econômica do Governo, utilizar instituições públicas para amenizar o caráter volátil e pró-cíclico que as operações de crédito com origem privada podem dar a esse mercado como um todo. Com a necessidade e o interesse de sustentar a atividade econômica, o Governo fez um esforço anticíclico, utilizando especialmente a injeção de recursos do Tesouro Nacional nos bancos públicos, objetivando induzir uma correlacionada postura expansionista nas operações dessas instituições. Com o BNDES, participante fundamental do mercado de crédito de longo prazo e dos financiamentos aos investimentos, não foi diferente. Então, a partir do fim de 2008, com a percepção de um caráter sistêmico da crise, a razão entre as operações do BNDES e o PIB começou a acelerar, como é possível observar nos dados da tabela 14.

Tabela 14: Operações de Crédito do BNDES - %PIB. (2003-2012)

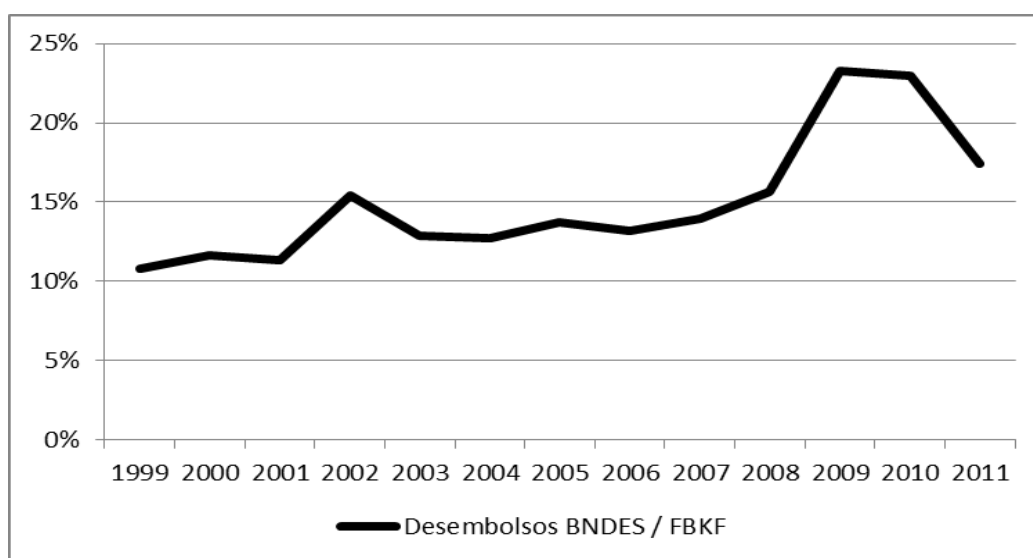
Ano	%
2003	5,74%
2004	5,40%
2005	5,75%
2006	5,82%
2007	5,71%
2008	6,96%
2009	8,89%
2010	9,49%
2011	10,13%
2012.6	10,22%

Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN

De fato, a existência de uma instituição pública do porte do BNDES foi fundamental na minimização dos impactos da crise internacional. Utilizando a razão entre os desembolsos do Banco e formação bruta de capital fixo como indicador do papel da instituição na indução aos investimentos, observa-se, no gráfico 18, que esteve em uma leve trajetória crescente até

2008. Todavia, ressaltam-se como picos de atuação, anos de maior contração econômica. Foi assim em 2002, com a manutenção de linhas de crédito para a exportação e mais ainda nos anos de 2009 e 2010. Ou seja, justamente os anos de maiores necessidades de atuação, foram justamente aqueles em que o Banco mais ajudou no financiamento ao investimento. Assim, preencheu um vazio momentâneo deixado pelo setor privado, estabilizando a fase descendente do ciclo de crédito e minimizando possíveis impactos negativos sobre a atividade econômica.

Gráfico 18: Desembolsos BNDES/ Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF)(1999-2011)



Fonte: Elaboração própria a partir de BACEN

III.5 - Conclusão

O BNDES no pós-2003 aumentou seus desembolsos em níveis reais, mas perdeu participação de mercado. Suas operações cresceram até 2008 em um ritmo menor do que as do mercado e tiveram um surto expansionista principalmente em 2009 e 2010, com o objetivo de aliviar possíveis consequências negativas da crise internacional para a economia doméstica. Com isso, sinaliza-se que a atual robustez financeira adquirida pelo Banco não impediu que o mercado privado também crescesse. A sua área de atuação no mercado de crédito é mais restrita que a dos outros ofertantes. O setor privado é atualmente constituído principalmente por bancos múltiplos, que atuam em diversas frentes no SFB. Por isso, tem diferentes escolhas na alocação de recursos, de modo que o socialmente demandado possa não ser o ótimo em termos de maximização de lucros. Assim, o BNDES não representou uma concorrência ao setor privado, pois esteve focado na provisão de recursos justamente para segmentos em que o setor privado não tinha interesse em uma determinada conjuntura econômica e financeira. Pode exercer importante papel na estabilização de ciclos do mercado

de crédito, ao se expandir em momentos de maior preferência pela liquidez e limitar sua atuação, no cenário contrário. Deu continuidade a projetos importantes de investimento e atendeu demandas, que somente pelo interesse coletivo, não seriam efetivadas pelos mecanismos de mercado, corrigindo as falhas e a volatilidade inerente ao mercado de crédito.

Conclusão

O investimento é uma variável macroeconômica fundamental tanto para o crescimento econômico quanto para as transformações estruturais que envolvem o desenvolvimento econômico. Entretanto, dado um nível de demanda agregada que torne o investimento suficientemente atrativo, o que possibilita que esta decisão seja concretizada é a existência de condições favoráveis para o seu financiamento. Assim, é importante deter um sistema financeiro desenvolvido, pois este é um grande meio alocador de recursos ao longo do tempo.

Segundo a Teoria pós-Keynesiana, é possível que os mercados, deixados livres, não levem, de modo instantâneo, a resultados eficientes. Dessa forma, justamente, dado que os mercados não são perfeitos e que a incerteza é característica inerente ao regime capitalista, é bastante provável que o sistema financeiro não funcione da melhor forma possível. Duas grandes dificuldades financeiras devem então se apresentar para o desenvolvimento econômico: a escassez de crédito de longo prazo e o risco de fragilização financeira. É tendo em vista esse cenário que se justifica a atuação do Estado no sistema financeiro.

Portanto, nessa abordagem, uma política financeira é parte integrante de qualquer política de desenvolvimento econômico e deve se condicionar às especificidades históricas e financeiras do país. Deve buscar um ambiente financeiro e macroeconômico de baixa incerteza e/ou criar incentivos à demanda por ativos de prazos mais longos e/ou utilizar o crédito público/direcionado para setores considerados como fundamentais ao desenvolvimento econômico. Ou seja, de forma geral, a política financeira que tem como objetivo desenvolver economicamente um país está diretamente associada ao estímulo e à expansão sustentada do mercado de crédito, em uma direção socialmente desejável.

No Brasil, o Sistema Financeiro Nacional, apesar de sólido, não foi caracterizado por uma grande funcionalidade macroeconômica ao longo dos anos, especialmente, no que tange ao fornecimento de crédito em condições adequadas. Mesmo com a conquista da estabilidade de preços e do câmbio, sob um viés liberal, com o Plano Real, não foi possível estimular de imediato a expansão dos financiamentos. Em termos de oferta de crédito, nem mesmo a abertura do mercado às instituições estrangeiras pode mudar esse quadro. Para isso, contribuiu um elevado grau de preferência pela liquidez, fruto de uma estratégia de estabilização, fortemente apoiada em altas taxas reais de juros e das turbulências nos mercados emergentes ao longo da década de 90, que levavam a fuga de capitais, minavam tentativas de retomada e que culminaram na adoção do “tripé” de política macroeconômica que vigora até hoje. Com o regime de metas de inflação para a política monetária, as metas de *superávit* primário para a política fiscal e o câmbio flexível como política cambial, o país em

1999 daria um importante passo para a boa percepção dos investidores internacionais, mas teria esse esforço reprimido com o agravamento do cenário externo.

A partir de 2003, no entanto, com a recuperação da situação externa e com o crescimento da importância da China como parceiro comercial nas exportações de *commodities*, passou-se a verificar uma recuperação da atividade econômica. Em parte impulsionada por uma expansão concomitante no mercado de crédito, a economia brasileira vivenciou um novo ciclo de crescimento econômico, associado à quedas nas taxas de desemprego e nas taxas básicas de juros. Com isso, foi possível construir uma significativa proteção em termos de liquidez externa, inclusive com o Brasil alcançando a posição de credor externo líquido e expandindo o estoque de reservas internacionais, o que será bastante importante com a eclosão da crise financeira internacional.

Em 2008, portanto, quando as expectativas dos agentes e a situação econômica internacional começaram a piorar, a posição do Brasil era de maior solidez do que em outros países ou mesmo em relação a crises anteriores. Dessa forma, os efeitos da crise aqui foram pouco sentidos inicialmente, sendo viável recuperar mais rapidamente a atividade econômica interna. Nessa direção, já com um viés desenvolvimentista, destacaram-se as políticas públicas de promoção do crescimento em uma fase de contração do ciclo econômico, que possibilitaram a manutenção do ritmo de expansão da renda e do emprego, sem gerar grandes impactos inflacionários, pelo menos até 2012, quando, a situação tanto interna quanto externa parece se agravar.

No mercado de crédito, a recuperação econômica verificada a partir de 2003, levaria finalmente a uma inflexão na tendência de retração das operações desse mercado, que era verificada até então, materializada, sobretudo, em um forte aumento da relação crédito/PIB. Na primeira fase, que durou até o início da crise de 2008, a expansão dos financiamentos se deu de forma aguda e predominantemente privada. Tanto em termos de oferta, quanto em termos de demanda, o setor público perdeu espaço no mercado de crédito. No período, o segmento que mais se destacou foi o de pessoas físicas, um dos poucos que havia se expandido até 2002, e o que perdeu participação no total das operações de crédito foi o da indústria, o que sugere que inicialmente a expansão aos financiamentos ao consumo foi mais intensa do que a dos financiamentos ao investimento. Além disso, as condições para os empréstimos ficaram mais favoráveis. Os *spreads* e a taxa de inadimplência caíram, e houve alongamento do prazo médio das operações e queda na Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).

A crise de 2008, no entanto, trouxe mudanças a algumas dessas tendências. O *spread* médio anual e a inadimplência estiveram em leve alta, enquanto manteve-se a tendência de alongamento de prazos e redução da TJLP. Houve uma contração dos empréstimos oferecidos

pelo setor privado, dado o aumento da incerteza no ambiente econômico e um aumento das operações do sistema financeiro público. Estas estiveram materializadas na expansão do crédito habitacional, impulsionado com inovações implementadas ao longo da primeira fase da retomada, como o crédito consignado e com programas de estímulo governamental como o “Minha Casa, Minha Vida” e na aceleração dos desembolsos do Sistema BNDES.

Olhando de forma mais detalhada o comportamento do BNDES, constata-se que houve uma quase que contínua elevação dos seus desembolsos no novo ciclo de crédito da economia brasileira. No que tange aos setores de destino dos financiamentos do Banco, destacou-se a perda de importância relativa dos desembolsos à indústria de transformação para o setor de comércio e serviços. Ainda é importante ressaltar que houve uma ligeira queda na participação das grandes empresas nas transações envolvendo o Banco, com os financiamentos às micro empresas voltando a ganhar importância, sobretudo com produtos como o cartão BNDES, que passou a ajudar na democratização do crédito.

Até 2008, a relação entre seus desembolsos e o PIB foi mantida constante, mas, desde então, teve esse indicador praticamente dobrado. Em um outro ponto de vista, na primeira fase do ciclo do crédito, perdeu *market-share*, usando tanto a relação entre suas operações de crédito e as operações totais, quanto a proporção da sua conta de empréstimos e arrendamentos mercantis de seu ativo, no consolidado do sistema financeiro. Já na segunda, reverteu em parte essa trajetória inclusive nos dois anos seguintes a crise, estando mais focado na recuperação do financiamento à indústria de transformação. Entretanto, não alcançou os níveis de participação de mercado anteriores ao início da retomada do crescimento do crédito. Ou seja, apesar de ter elevado seus desembolsos, no período como um todo perdeu participação de mercado, de modo que o restante do sistema financeiro tenha se expandido mais fortemente.

De todo modo, ficou evidente a importância para a economia brasileira da existência de uma instituição com o porte do BNDES na estabilização das flutuações características do mercado de crédito. Enquanto as instituições privadas tenderam a se comportar de forma pró-cíclica, o Banco pode, graças ao caráter inelástico de seu passivo, constituído basicamente de recursos constitucionalmente garantidos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e, mais recentemente, de recursos do Tesouro Nacional, dar continuidade a projetos de investimento e a atender demandas desinteressantes ao setor privado. Assim, ao aumentar sua participação nas fases contracionistas do crédito bancário e diminuir nas fases mais expansionistas, o Banco pode estabilizar o comportamento do crédito na economia nacional e se consolidar como importante instrumento de política anticíclica de governo. Como mostrado pela participação dos seus desembolsos na formação bruta de capital fixo, foi assim já em 2002,

quando esteve envolvido com um esforço exportador. Novamente, em 2008, quando a deterioração das expectativas contraíra o crédito privado e mesmo em 2011, quando era necessário desaquecer a economia, para evitar maiores pressões inflacionárias.

Entretanto, o comportamento anticíclico e a expansão dos desembolsos do BNDES não representaram uma concorrência ao setor privado, pois, primeiramente, a expansão dos seus desembolsos esteve inserida em um quadro de aumento generalizado das operações de crédito. Adicionalmente, a sua atuação é limitada, específica e diferente da média dos componentes privados do SFB. Assim, esteve focado na provisão de recursos justamente para segmentos em que o setor privado não tinha interesse em uma determinada conjuntura econômica e financeira. Além disso, esteve ligado ao fortalecimento do mercado de capitais e à inserção internacional de empresas brasileiras. Pode exercer importante papel na estabilização de ciclos do mercado de crédito, ao se expandir em momentos de maior preferência pela liquidez e limitar sua atuação em cenários contrários. Ou seja, assumiu justamente o papel que se espera de uma instituição pública, numa perspectiva pós-Keynesiana, combatendo a escassez de crédito de longo prazo e amenizando a fragilidade financeira implícita às economias de mercado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARAUJO, V. L. F. C.; CINTRA, M.A.(2010) . **“O papel dos bancos públicos federais na economia brasileira”**. In: José Celso Cardoso Jr. (Org.). Estado, Instituições e Democracia: Desenvolvimento. 1ed. Brasília: , 2010, v. 3, p. 545-588
- ARESTIS, P., PAULA, L. F. R. e FERRARI-FILHO, F. (2007). **“Assessing the Economic Policies of President Lula da Silva in Brazil: Has Fear Defeated Hope?”**, in ARESTIS, P. e SAWYER, M (2007). Political Economy of Latin America: Recent Economic Performance. International Papers in Political Economy. Basingstoke: Palgrave MacMillan.
- BERGAMINI JR., S. e GIAMBIAGI, F. (2005). **“A política de crédito do BNDES: conciliando a função de banco de desenvolvimento e os cuidados com o risco”**. Revista do BNDES, vol. 12, nº 23, junho.
- CARVALHO, F. J. C. de. (1998). **“The Real Stabilization Plan and the Banking Sector in Brazil”**. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, nº 206, September, pp. 291-326
- _____. (2005). **“O sistema financeiro brasileiro: a modernização necessária”**. In: SICSÚ, J.; PAULA, L. F. de.; MICHEL, R. (Org.). Novo-desenvolvimentismo: um projeto nacional de crescimento com equidade social. Barueri: Manole, Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer.
- _____. (1996). **“Sorting Out the Issues: the Two Debates on Keynes' s Finance Motive Revisited”**. Revista Brasileira de Economia, 50 (3), Julho-Setembro.
- CARVALHO, F. J. Cardim de, SOUZA, F. E. P. de, SICSÚ, J., PAULA, L. F. R. de e STUART, R. (2007), 2º ed.. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. Rio de Janeiro: Campus. Cap. 18, 22 e 21
- CAVALHEIRO, Nelson (2002). **“A Política Monetária no Brasil Pós-Real”**. Revista Pesquisa & Debate, São Paulo, v.13,p.5-29,jan.2002.
- CINTRA, M. A. M. (2009). **“Crédito público e desenvolvimento econômico: a experiência brasileira”**, in F. M. R. FERREIRA e B. B. MEIRELLES (Orgs.), Ensaio sobre Economia Financeira. Rio de Janeiro: BNDES, Cap. 2, pp. 57-108
- DE LACERDA, A.C. ; DE OLIVEIRA, A.S. **“O papel dos bancos públicos no Brasil:uma análise da atuação do BNDES nos 2000”**. 2011. Trabalho apresentado ao IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB), Rio de Janeiro, 2011
- DEOS, S. E MENDONÇA, A. Ribeiro De. **“Uma Proposta de Delimitação Conceitual de Bancos Públicos”**, in JAYME JR., F. G. e CROCCO, M. (Orgs.) (2010). Bancos Públicos e Desenvolvimento. Rio de Janeiro: Ipea. Cap.2
- FEBRABAN. Federação Brasileira de Bancos. **Dados Estatísticos do Setor**. Disponível em: <http://www.febraban.org.br/>. Acesso em Outubro de 2012.
- GIAMBIAGI, F., RIECHE, F. e AMORIM, M. (2009). **“As finanças do BNDES: evolução recente e tendências”**. Revista do BNDES, vol. 16, nº 31, junho.
- GIAMBIAGI, Fabio. (2011). **“Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os Anos FHC (1995-2002)”**. In GIAMBIAGI, F. , VILLELA, A., CASTRO, L. Barros De, Hermann, J. (Orgs) (2011). Economia Brasileira Contemporânea (1945-2010). 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier.
- GURLEY, J. e SHAW, E. (1955) **“Financial Aspects of Economic Development”**. American Economic Review, Vol. XLV, nº 4, September: 515-538.
- GUTH, Felipe C. (2006). **O BNDES nos anos 1990: uma análise keynesiana**. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro: IE/UFRJ.

HERMANN, J. (2002a). **“Financial System Structure and Financing Models: the Brazilian experience and its perspective (1964/1997)”**. Journal of Latin American Studies, Vol. 34, February, pp. 71-114.

_____. (2003) **“Financiamento de Longo Prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil”**, in J. Sicsú, L. F. R. De Paula e J. L. Oreiro, Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços. São Paulo e Rio de Janeiro: Editora Manole e Fundação Konrad Adenauer, Cap. 7, pp. 241-293.

_____. (2010a). **“Liberalização e Desenvolvimento Financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006”**. Revista Economia e Sociedade, vol. 19, nº 2 (39), ago. 2010, pp. 257-290.

_____. (2010b). **“Los Bancos de Desarrollo en la ‘Era de la Liberalización Financiera’: el caso del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) en los años 1990-2006”**. Revista de La Cepal, nº 100, Abril 2010, pp. 193-208.

_____. (2011a) **“Política Financeira e Desenvolvimento Econômico: um debate a partir de contribuições recentes de Fernando Cardim de Carvalho”**. Artigo apresentado no 4º Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). Rio de Janeiro, RJ, IE-UFRJ. Agosto/2011.

_____. (2011b). **“Bancos Públicos em Sistemas Financeiros Maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento.”** Revista de Economia Política, vol. 31 (3), Julho 2011.

IPEADATA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Macroeconomia: **Moeda e Crédito**. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: Agosto de 2012.

LAMENZA, G., PINHEIRO, F. e GIAMBIAGI, F. (2011) **“A Capacidade de Desembolso do BNDES durante a Década de 2010”**. Revista do BNDES, 36, pp.43-88, dez, 2011.

LUNDBERG, E. L. (2011). **“Bancos Oficiais e Crédito Direcionado – O que diferencia o mercado de crédito brasileiro?”**. Trabalhos para Discussão Bacen 258. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD258.pdf>

MATTEI, L. e MAGALHÃES, L. Felipe (2011). **“A Política Econômica Durante o Governo Lula (2003-2010): Cenários, Resultados e Perspectivas”**, in PAULA, Marilene De (Org.) (2011). **“Nunca Antes na História desse País”...? Um Balanço das Políticas do Governo Lula**. Rio de Janeiro: Fundação Heinrich Böll. Cap.Final

MINSKY, H. P. (1986). **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven, Yale University Press. Cap. 9.

OREIRO, J. Luis , J., PAULA, L. F. R. de e BASILIO, F. A.C (2010). **“A Estrutura do Setor Bancário Brasileiro e o Ciclo Recente de Expansão do Crédito: o Papel dos Bancos Públicos”**. Disponível em <http://www.joserobertoafonso.com.br/attachments/article/1460/Setor%20bancario.pdf>. Acesso em: Outubro 2012

PAULA, L. F. R, PIRES, M.C. De Castro, FARIA, J. Adelino De e MEYER, T. Rinaldi. (2012). **“Liberalização Financeira, Performance Econômica e Estabilidade Macroeconômica no Brasil: uma avaliação do período 1994-2007”**. Revista Nova Economia, 22(3), set.-dez. 2012.

PRATES, D. M.; BIANCARELI, A. M.(2009). **“Panorama do ciclo de crédito recente: condicionantes e características gerais.”**, in: Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos. Campinas. Mimeo. 2009.

PROCHNIK, M. e MACHADO, V. (2008). **“Fontes de Recursos do BNDES – 1995-2007”**. Revista do BNDES, vol. 14, nº 29, junho.

SANT'ANA, A. A., BORÇA JR., G. R. e ARAUJO, P. Q. (2009). **“Mercado de crédito no Brasil: evolução recente e o papel do BNDES (2004-08)”**, in F. M. R. FERREIRA e B. B. MEIRELLES (Orgs.), Ensaio sobre Economia Financeira. Rio de Janeiro: BNDES, Cap. 4, pp. 151-172.

SANTOS, V. M. dos (2006). **“Por dentro do FAT”**. Revista do BNDES, vol. 13, nº 26, dez..

SISTEMA DE SÉRIES TEMPORAIS DO BCB. Banco Central do Brasil. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?serietemp>. Acesso em: Outubro de 2012.

SOARES, R. Pereira (2001). **“Evolução do Crédito de 1994 a 1999: uma Explicação”**. Texto 0808 para Discussão IPEA(2001). Brasília.

STIGLITZ, G. (1994). **“The Role of the State in Financial Markets”**. Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993

STUDART, R. (2005). **“O Financiamento do Desenvolvimento”**, in A. Villela, F. Giambiagi, J. Hermann e L. B. de Castro (Orgs.), *Economia Brasileira Contemporânea: 1945/2004*, Cap. 13. Rio de Janeiro: Campus, 2005, pp. 335-377.

TORRES FILHO, E. T. (2005). **“A reforma do Sistema FAT-BNDES: críticas à proposta Árida”**. Revista do BNDES, vol. 12, nº 24, dez..

_____. (2007). **“Os bancos de desenvolvimento: a experiência recente do BNDES”**. Visão do Desenvolvimento (BNDES), nº 28, maio.

_____. (2009). **“Mecanismos de direcionamento de crédito, bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES”**, in F. M. R. FERREIRA e B. B. MEIRELLES (Orgs.), *Ensaio sobre Economia Financeira*. Rio de Janeiro: BNDES, Cap. 1, pp. 12-56.